

TERCEIRO CICLO DE ESTUDOS
DOUTORAMENTO EM DIREITO

**“*Shadow banking*” e o bem público
liquidez: regulação do risco sistémico para
proteger a sustentabilidade dos bancos, do
Estado e dos contribuintes**

Rui Miguel Pereira Matos da Costa

D

2023



**“*Shadow banking*” e o bem público liquidez:
regulação do risco sistémico para proteger a sustentabilidade dos bancos, do Estado e
dos contribuintes**

Rui Miguel Pereira Matos da Costa

Tese apresentada à Faculdade de Direito
da Universidade do Porto com vista à
obtenção do grau de Doutor em Direito,
sob coorientação do Professor José Reis e
Professor Diogo Feio defendida em

28 de Julho de 2023

Aos meus pais, à minha esposa e ao meu filho

Agradecimentos

Não posso deixar de agradecer a todos os meus professores, colegas e amigos. Sem o seu suporte, estes longos anos de trabalho não teriam sido possíveis. Desses gostaria de destacar o Professor Otávio Yazbek e o Professor Roberto Quiroga, pelo apoio e abertura no início (ainda no Brasil) e ao longo da pesquisa.

É necessário agradecer também ao Professor Patryck C. Leyens, que foi fundamental na origem do processo de pesquisa. Mesmo à distância foi, e continuou a ser, uma fonte de saber e inspiração.

Agradeço ao Professor Álvaro Aguiar, da Faculdade de Economia da Universidade do Porto, a disponibilidade para colaborar nesta tese da faculdade de direito.

Aos meus orientadores, Professor Diogo Feio e Professor José Reis, só posso agradecer a confiança, a disponibilidade e o contínuo suporte ao longo de todas as fases do trabalho.

Ao meu irmão agradeço a amizade e suporte.

Aos meus pais agradeço tudo. Sem mais.

Ao meu filho agradeço o sorriso, que dá força e esperança.

À minha esposa, meu esteio, agradeço a paciência, a compreensão e o amor. Sem o seu carinho, nada é possível. Chegámos aqui por conta dele.

Resumo

Esta dissertação apresenta a ideia de que os intermediários financeiros, bancários e não-bancários, tem incentivos ao crescimento dos seus balanços como forma de capturar oportunidades de lucro nas funções de transformação de maturidade e de liquidez. Essa atividade que recorre a modelos de negócio como o de *shadow banking*, beneficiando da disponibilidade do backstop público, pode resultar em fragilidades que estão no centro dos ciclos económicos. Essa fragilidade põe em causa o ativo líquido e as condições de liquidez na economia, que são reputados como bens públicos *lato sensu*.

Essa caracterização do ativo líquido e da gestão das condições de liquidez autoriza a intervenção do Estado sobre as atividades de intermediação financeira (por meio da regulação, da supervisão, da imposição de medidas financeiras e da função de *Lender of Last Resort*). A intervenção em causa acaba por criar potenciais situações de risco moral e problemas distributivos (pela coletivização de externalidades negativas, enquanto os benefícios das atividades lucrativas permanecem privados). Nesse sentido é proposto um papel específico para as soluções jurídicas na esfera interna e internacional, propondo-se princípios normativos sobre a utilização do ativo líquido e da gestão da liquidez. Finalmente compara-se criticamente a intervenção existente na resposta aos desafios da GFC com os princípios normativos propostos, apresentando-se um possível modelo alternativo.

Palavras-Chave: Direito Financeiro; Finanças Públicas; Direito Internacional Público; Direito Internacional Privado; Intermediação financeira; Ativo líquido; Shadow Banking;

Abstract

This dissertation presents the idea that financial intermediaries, banking, and non-banking, have incentives to expand their balance sheets as a way to capture profit opportunities through the maturity and liquidity transformation. This activity that uses business models such as *shadow banking*, benefiting from the availability of the public backstop, may cause fragilities that end up determining the economic cycles. This fragility puts in jeopardy the management of the liquid asset and of the liquidity conditions in the economy, reputed as public goods *lato sensu*.

This characterization of the liquid asset and the liquidity conditions authorizes the State intervention in the activities of financial intermediation (through regulation, supervision, the imposition of financial measures and the function of *Lender of Last Resort*). This intervention ends up creating situations of moral hazard and distributive problems (by the mutualization of negative externalities, while the benefits of profitable activities remain private). For that purpose a specific role of the law is proposed, in the domestic and international arena, and some normative principles regarding the management and use of the liquid asset are proposed. Finally it is critically compared the existing intervention to address the challenges posed by the GFC against the proposed normative principles, and a possible alternative model is presented.

Keywords: Finance Law; Public Finances; Public International Law; Private International Law; Financial Intermediation; Liquid Asset; Shadow Banking.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	21
1. AS ATIVIDADES DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA.....	34
1.1 Função económica dos intermediários financeiros.....	35
1.1.1 Mobilização de poupanças	36
1.1.2 Serviços de transformação: transformação de maturidade e transformação de liquidez	38
1.1.3 Serviços de pagamento	39
1.2 As entidades que participam na intermediação financeira	41
1.2.1 A intermediação bancária	41
1.2.1.1 O banco	41
1.2.1.2 A <i>bank holding company</i>	43
1.2.1.3 Os bancos centrais, as instituições de garantias de depósitos e os demais reguladores	43
1.2.2 A intermediação não-bancária.....	45
1.2.2.1 Os corretores e os <i>dealers</i>	46
1.2.2.2 Os veículos de investimento coletivo	47
1.2.2.3 As infraestruturas de mercado.....	48
1.2.2.4 Os reguladores da intermediação não-bancária	48
1.3 Evolução histórica dos serviços de intermediação financeira	48
1.3.1 Evolução até 1850	49
1.3.2 Evolução de 1850 a 1914	51
1.3.3 Evolução de 1914 a 1933	55
1.3.4 Evolução de 1933 a 1970	60
1.3.5 Evolução de 1970 à atualidade	64
1.4 O funcionamento da intermediação bancária e da intermediação não bancária	66
1.4.1 A intermediação bancária	66
1.4.1.1 O papel dos bancos centrais	68
1.4.1.2 As entidades de seguro de depósitos	71
1.4.1.3 As entidades de supervisão bancária e o seu impacto na atividade.....	72

1.4.2 Intermediação não-bancária	74
1.4.2.1 Seleção de risco de crédito	75
1.4.2.2 Regulação da intermediação não-bancária	76
1.4.2.3 Organização institucional	77
1.4.2.4 Ligações com o sistema de intermediação bancária	79
1.5 Arbitragem regulatória na intermediação financeira	80
2. O PROBLEMA: A ATIVIDADE DE SHADOW BANKING	87
2.1 A estrutura de capital e modelo de negócio dos intermediários financeiros	95
2.1.1 A relevância da estrutura de capital dos intermediários financeiros	99
2.1.2 Lucro da intermediação de crédito, da produção de liquidez e dos serviços complementares....	101
2.1.3 As obrigações de reservas como limites à criação de meios de pagamento	104
2.2 A eficiência económica das atividades de <i>Shadow Banking</i>	108
2.2.1 Porque os agentes do mercado procuram produtos de <i>Shadow Banking</i>	109
2.2.2 Porque os intermediários financeiros beneficiam deste modelo: arbitragem regulatória	110
2.3 As definições de <i>Shadow Banking</i>	112
2.3.1 A definição do FSB	112
2.3.2 Definição com base nas entidades participantes	115
2.3.3 Definição com base nas atividades desenvolvidas	116
2.3.4 Definição com base nos instrumentos utilizados.....	118
2.3.5 Definição proposta	119
2.4 Porque o <i>Shadow Banking</i> é uma ameaça ao bem público liquidez	122
2.4.1 Tensão entre incentivos privados e objetivos sociais em geral	122
2.4.2 Tensão entre incentivos privados e objetivos sociais em geral no <i>shadow banking</i>	123
2.4.2.1 <i>Shadow banking</i> e ameaça à ação dos bancos centrais.....	125
2.4.2.2 <i>Shadow banking</i> e ameaça à economia	126
2.4.3 Garantia implícita.....	127
2.4.3.1 Como funciona a garantia.....	128
2.4.4 O risco moral que advém do <i>Shadow Banking</i>	131
3. AS CRISES FINANCEIRAS E A FUNÇÃO DE <i>LENDER OF LAST RESORT</i>	135

3.1 A natureza da moeda (<i>lato sensu</i>)	136
3.1.1 Características da moeda soberana.....	137
3.1.2 Funções da moeda soberana	138
3.1.3 A relação entre moeda soberana e poder soberano	140
3.1.4 Legitimidade da moeda e os mercados.....	141
3.1.5 <i>Real Bills Doctrine</i> vs. <i>Quantity theory</i> vs. <i>State Theory of Money</i>	144
3.1.6 Qualidade da promessa de crédito e a hierarquia dos meios de pagamento.....	148
3.2 A relação direta entre a crise financeira os seus efeitos na economia real.....	149
3.2.1 A formação das crises financeiras	151
3.2.1.1 A destruição criativa de Schumpeter.....	152
3.2.1.2 A <i>Quantity Theory</i> e a <i>Debt Deflation Theory</i>	153
3.2.1.3 Keynes e o papel das finanças na formação dos ciclos	154
3.2.1.4 Minsky e a intermediação financeira como causa das crises.....	157
3.2.1.5 Kindleberger e os fluxos financeiros internacionais como causa da crise.....	162
3.2.2 As ferramentas de gestão do ciclo económico e de prevenção de crises financeiras	162
3.2.2.1 Política Monetária	164
3.2.2.3 Política Fiscal	167
3.2.2.4 Política Cambial	170
3.3 O papel do Estado como “<i>Lender of Last Resort</i>”.....	172
3.4 Risco Moral (<i>Moral hazard</i>) nas funções de <i>Lender of Last Resort</i>	176
4. LIQUIDEZ COMO UM BEM PRIVADO ADMINISTRADO PELO ESTADO	180
4.1 Descrição económica da “liquidez”	181
4.1.1 Razões para a preferência de liquidez	184
4.1.2 O racional económico e financeiro da pirâmide de liquidez	187
4.1.2.1 O Ativo Líquido e a Moeda do Soberano.....	188
4.1.2.2 A Moeda bancária	191
4.1.2.3 Outros ativos.....	191
4.1.3 Liquidez e o suporte do Estado	192
4.2 Descrição jurídica da “liquidez” como bem gerido pelo Estado	195

4.2.1 As indefinições sobre o regime jurídico da gestão da liquidez	197
4.2.1.1 Porque se regulam e supervisionam as atividades dos intermediários financeiros?.....	197
4.2.1.2 Dimensão interna e internacional: A diferença entre liquidez e a moeda soberana	203
4.2.1.3 A gestão da liquidez como objetivo	206
4.2.1.4 Problemas institucionais da gestão da liquidez	210
4.2.1.5 O papel do direito	213
4.3 Os princípios jurídicos da gestão da liquidez.....	216
4.3.1 Princípios sobre a partilha de informação interna e internacional.....	217
4.3.1.1 Recolha de informação sobre o funcionamento do mercado.....	217
4.3.1.2 Cooperação internacional na recolha e partilha de informação.....	218
4.3.2 Princípios da gestão da liquidez como objetivo	220
4.3.2.1 Princípio da concorrência de mercado	220
4.3.2.2 Princípio da não-subsidiação de empresas inviáveis.....	221
4.3.2.3 Princípio de suporte da economia real.....	223
4.3.3 Princípios da questão institucional	224
4.3.3.1 Princípio da supremacia do poder legislativo.....	224
4.3.3.2 Princípios da transparência, independência e da prestação de contas	226
4.3.3.3 Princípio da preservação do mercado.....	226
4.4 A liquidez e a intervenção sobre a atividade de intermediação financeira	227
5. A INTERVENÇÃO SOBRE A INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA APÓS A GFC	230
5.1 Esforços internacionais	231
5.1.1 As iniciativas do G20 e do <i>Financial Stability Board</i> – FSB.....	232
5.1.2 As iniciativas do FMI	235
5.1.3 As iniciativas do BIS.....	237
5.1.4 Iniciativas da IOSCO	247
5.2 Os esforços regulatórios nas jurisdições estudadas	260
5.2.1 União Europeia.....	260
5.2.1.1 Implementação em Portugal das reformas internacionais e da União Europeia	269
5.2.2 EUA.....	275

5.2.3 China	284
5.2.4 Brasil	296
5.3 Análise das mudanças implementadas	306
5.3.1 Alterações em conformidade com os princípios	308
5.3.2 Alterações não conformes aos princípios	309
5.3.2.1 A ausência de ação do poder legislativo.....	309
5.3.2.2 Ausência de concorrência e <i>too big e too interconnected to fail</i>	311
5.3.2.3 Manutenção dos modelos de negócio baseados no <i>backstop</i> público	311
5.3.2.4 Ausência de suporte da economia real	313
5.3.2.5 Não resolução do problema distributivo.....	315
5.3.3 As consequências no modelo de negócio de <i>shadow banking</i>	316
6. REVISÃO CRÍTICA DA INTERVENÇÃO: EM GERAL E DO SHADOW BANKING.....	322
6.1 Formas alternativas de ação	322
6.1.1 A hipótese de aplicação de medidas financeiras (Pigou)	322
6.1.2 A hipótese da ausência de regulação (Coase).....	327
6.1.3 A hipótese da regulação (perspetiva dos custos de Calabresi)	331
6.2 O atual paradigma de intervenção.....	333
6.2.1 Características do modelo pré-GFC que foram confirmadas	334
6.2.2 Tendências pré-GFC que foram confirmadas.....	335
6.2.3 O atual modelo e as alternativas doutrinárias sobre a intervenção.....	336
6.3 A crítica ao atual paradigma de intervenção	337
6.3.1 A intervenção do Estado.....	339
6.3.2. A necessidade de disciplina de mercado	342
6.3.3 Os requisitos do Estado de Direito Democrático e do mercado livre.....	343
6.3.4 As ambiguidades da atual regulação e o modelo de negócio do <i>shadow banking</i>	347
6.4 Um modelo alternativo.....	350
6.4.1 Limites na intervenção do estado	351
6.4.2 Abordagem do problema distributivo.....	352
6.4.2.1 Insuficiência da solução atual para enfrentar o problema distributivo e o risco sistémico	353

6.4.2.2 <i>Big government</i> como resgate da economia e não dos intermediários financeiros	355
6.4.2.3 Medida financeira como resolução do problema distributivo do risco sistémico	357
CONCLUSÃO	361

Lista de Figuras

<i>Figura 1</i> - BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2023a) - Implementation RCAP reports. BIS Website [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/rcap_reports.htm >.	Pág. 25
<i>Figura 2</i> - FINANCIAL STABILITY BOARD (2022a). Pág. 31.	Pág. 26
<i>Figura 3</i> - FINANCIAL STABILITY BOARD (2012), Pág. 9.	Pág. 91
<i>Figura 4</i> - FINANCIAL STABILITY BOARD (2012), Pág. 9.	Pág. 92
<i>Figura 5</i> - FINANCIAL STABILITY BOARD (2019), Pág. 13.	Pág. 92
<i>Figura 6</i> - FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 7.	Pág. 93
<i>Figura 7</i> - FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 25	Pág. 93
<i>Figura 8</i> -FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 26.	Pág. 94
<i>Figura 9</i> -FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 27.	Pág. 95

Lista de Abreviaturas

BASEL I – Acordo de Basileia de 1988
BASEL II – Acordo de Basileia de 2004
BASEL III – Acordo de Basileia de 2011
BCE – Banco Central Europeu
BIS – *Bank of International Settlements*
CAPM - *Capital Asset Pricing Model*
CBO – *Congressional Budget Office*
CCP – *Central Counterparties*
CFTC - *Commodity Futures Trading Commission*
COREMEC - Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização
CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CRO – *Chief Risk Officer*
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
D-SIB – *Domestic Systemically Important Bank*
EFSF – *European Financial Stability Facility*
EBA – *European Bank Authority*
ESG – *Environmental, Social and Governance*
ESM – European Stability Mechanism
ESFS – European System of Financial Supervision
ESMA – *European Securities and Market Authority*
ESRB – *European Systemic Risk Board*
EUA – República dos Estados Unidos da América
EURIBOR - *Euro Interbank Offer Rate*
FDIC – *Federal Deposit Insurance Corporation*
FED – *Federal Reserve System*
FGC – Fundo Garantidor de Créditos
FMI – Fundo Monetário Internacional
FSAP – *Financial Sector Assessment Program*
FSB – *Financial Stability Board*
FSOC – *Financial Stability Oversight Council*

G-SIB – *Global Systemically Important Bank*
 GFC – 2008 Financial Crisis
 Grande Depressão – Depressão Económica de 1930
 G20 – Grupo político dos Estados que representam as 20 maiores economias mundiais
 HQLA – High Quality Liquid Assets
 IADI – *International Association of Deposit Insurers*
 IAIS – *International Association of Insurance Supervisors*
 ICMA – *International Capital Markets Association*
 IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*
 IOU – “I owe you”
 ISDA – *International Swaps and Derivatives Association*
 LCR – *Liquidity Coverage Ratio*
 MUNFI - *Monitoring Universe of non-bank Intermediation*
 NBFi – *Non-bank financial intermediation*
 NSFR – *Net Stable Funding Ration*
 OCC - *Office of the Comptroller of the Currency*
 OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico
 OFI – *Other Financial Intermediaries*
 OMC – Organização Mundial do Comércio
 OTC – *Over the counter*
 PBOC – *People’s Bank of China*
 PIB – Produto Interno Bruto
 RCAP – *Regulation Consistency Assessment Program*
 Repo – *Repurchase Agreement*
 RWA – *Risk Weighted Assets*
 SEC – *Securities and Exchange Commission*
 SOFR - *Secured Overnight Financing Rate*
 SRB – *Single Resolution Board*
 SSM – *Single Supervisory Mechanism*
 UE – União Europeia
 VPL – Valor presente líquido

INTRODUÇÃO

Quando a fase de preparação do projeto começou, no final de 2015 e início de 2016, a GFC já não era um acontecimento recente. Ainda assim, era um evento ainda presente na cabeça dos cidadãos. Os efeitos das suas ondas de choque ainda eram sentidos, e uma grande parte das reformas de resposta às suas origens e consequências estava a ser finalizada e a iniciar a fase de implementação.

Em 2018, 10 anos após a GFC e quando os trabalhos subsequentes do projeto de pesquisa no programa de doutorado começaram, a implementação das reformas estava a ser concluída. No entanto, refletindo sobre os efeitos da GFC no nível de atividade económica nos 10 anos seguintes, o *World Outlook Report – October 2018*¹ do FMI observava que as economias dos diferentes países ainda não tinham atingido os níveis económicos anteriores à GFC:

“The deviations from pre-2009 trends are estimated for two broad samples of economies: those that experienced banking crises in 2007–08 (as defined in Laeven and Valencia 2013) and all other economies. According to the Laeven-Valencia definition, there were banking crises in 24 countries during 2007–08, 18 of which were in advanced economies (...) Among the 24 economies in the banking crisis group, about 85 percent still show negative deviations from the pre-2009 trend a decade after the 2008 meltdown. (...) However, Figure 2.3 shows the persistence of output losses relative to precrisis trends for several economies, not just those that suffered a banking crisis in 2007–08 (...). In the group without a banking crisis in 2007–08, output remains below precrisis trends in about 60 percent of economies. (...) Grouping the sample by advanced economies, emerging markets, and low-income developing countries shows that output deviations tend to be large across all groups (Figure 2.4).”

Dez anos depois da GFC as inquietações que tornavam o tema interessante continuavam atuais. Como foi possível que um evento da dimensão da GFC tivesse ocorrido? Qual a justificação para que a estabilização, por meio do resgate do sistema, fosse prioritária? Finalmente, qual foi a resposta política e jurídica à GFC?. O que estava a ser feito para evitar que algo como a GFC voltasse a ocorrer? O que estava a ser feito era suficiente?

¹ FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2018b), Pág. 74.

Como se verá com mais detalhe no capítulo 5, o objetivo autoproposto pelos poderes políticos e reguladores era alterar o paradigma de intervenção e o modelo das atividades dos intermediários financeiros. As modificações implementadas seriam essa resposta à GFC, e a mudança de paradigma materializada.

A questão sobre se esse objetivo político tinha sido alcançado, em conjunto com as inquietações iniciais, resultaram na preparação do projeto de pesquisa, e na formulação de questões de pesquisa. Durante os trabalhos de preparação do projeto foi identificado o *shadow banking* como uma das causas da GFC.

O projeto de pesquisa focava então na intervenção sobre as atividades financeiras; as mudanças a essa intervenção, como resposta à GFC; e, especialmente, nas atividades de *shadow banking*, como modelo de atividade visto como uma das causas da GFC. A natureza internacional da atividade e da resposta da GFC, bem como o vácuo que essa resposta preencheu, eram um objeto de estudo comum à pesquisa concluída nos trabalhos de mestrado². Ali, sob um tema diferente, foi estudada a tensão entre a jurisdição interna e a internacional, os aspetos coletivos e incentivos privados, e o regime que preenche os eventuais vazios ou arbitragens regulatórias aí surgidos. Nessa perspetiva, estes trabalhos de pesquisa eram o prosseguimento e aprofundamento naturais dos trabalhos pretéritos.

A meio dos trabalhos ocorreu a pandemia de Covid-19. Uma crise substancialmente diferente da GFC, uma vez que originada por um choque na economia real e não apenas em decorrência de desequilíbrios na atividade de intermediação financeira. Ainda assim, e de certa forma por afetar aquelas (ainda que indiretamente), o primeiro grande teste à qualidade das reformas regulatórias implementadas. O sector financeiro resistiu, é certo. Mas será que resistiu porque as instituições de intermediação financeira estão mais sólidas, em decorrência da regulação? Ou, alternativamente, resistiu porque os Estados puseram em prática as suas medidas de política fiscal e monetária (*big government* e *Lender ou Dealer of Last Resort*)? O crescimento exponencial das dividas públicas e dos balanços dos bancos centrais fazem supor que este foi o principal motivo para que o sector financeiro tenha resistido. Ou seja, as normas não foram realmente testadas, e o grande fator de estabilidade continuava a ser a existência de um *backstop* público para as atividades de intermediação financeira.

² Dissertação apresentada para a obtenção do grau de mestre junto ao programa de pós-graduação *lato sensu* da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, intitulada “Arbitragem, acesso à justiça e democracia no espaço transnacional” e aprovada pelo júri após apresentação em 24 de Agosto de 2015. COSTA, RUI, (2015).

Finalmente, nos últimos meses dos trabalhos de pesquisa ocorreu uma verdadeira crise financeira que, essa sim, colocou à prova as reformas resultantes da GFC. Mais uma vez, e como na crise de Covid-19, o *backstop* público parece ter sido a razão pela qual, no final de Julho de 2023, a situação de emergência cessou ou diminuiu de intensidade. Mas desta vez, o teste à intervenção implementada após a GFC foi real: afinal esta crise originou-se no próprio sistema financeiro, e não por um fator externo a esse sistema. Como se verá na conclusão, a intervenção não passou satisfatoriamente o teste.

Mais do que isso, as fragilidades permanecem. Num cenário como o atual (final de Julho de 2023) de potencial recessão económica, aumento das taxas de juro, ativos aparentemente sobreavaliados e inflação, é possível que tensões financeiras se elevem novamente. A materializaram-se, tais tensões financeiras poderão evidenciar fragilidades nos sectores económico e financeiro; mas, também, evidenciar novamente e com mais intensidade as eventuais insuficiências das alterações regulatórias implementadas ao longo da última década. Esperemos que esses riscos não se materializem, no que seria um novo teste à intervenção.

O objeto do trabalho

Mais do que a regulação, é o *backstop* público que parece ser o garante da estabilidade. Pretende-se, por esse motivo, que o foco do trabalho esteja nele. Este é um trabalho que versa sobre a atividade de intermediação financeira de uma perspetiva distinta. O foco não está nos contratos, e nem simplesmente em formular um relato sobre o direito administrativo regulatório existente. Este é um trabalho de finanças públicas, porque é aqui que está o cerne da questão: a tensão entre os incentivos privados e a gestão pelo Estado (enquanto ente representativo da comunidade) do ativo líquido.

O ponto de partida é o porquê se regulam as atividades de intermediação financeira (especialmente as bancárias).

Como se verá no capítulo 3, este sector é especial porque tem condições privilegiadas de atuação, financiamento e a possibilidade de criação de “moeda” (em sentido impróprio, significando meios de pagamento). Condições essas que podem influenciar a gestão do ativo líquido e as condições de liquidez pelo Estado, e dessa forma influenciar o ciclo económico. Isto é especialmente importante no caso dos intermediários bancários, pelos serviços de pagamentos que desempenham. Estas condições justificam o acesso pelos intermediários bancários ao sistema de *backstop* público.

O modelo de *shadow banking* perturba essa gestão de duas formas. Em primeiro lugar, por ser utilizado pelos intermediários bancários, e permitir o acesso ao backstop público pelos intermediários não-financeiros (ao qual não teriam acesso) através do modelo de negócio de *shadow banking*.

Em segundo lugar, porque esse modelo exacerba os incentivos privados dos intermediários bancários na busca por lucros. O que os intermediários fazem, dessa forma, é expandir a pirâmide de pagamentos, acabando por afetar a gestão do ativo líquido pelo Estado.

Jurisdições estudadas

Uma parte fundamental da pesquisa passa por analisar a resposta de intervenção implementada após a GFC. Essa análise divide-se em dois níveis: os esforços internacionais e a sua implementação em determinadas jurisdições.

Na esfera internacional são destacados os esforços dos fóruns de natureza política e técnica (G20 e FSB), de organizações internacionais de direito internacional público (FMI e IOSCO) e de entidades de natureza eminentemente técnica (o BIS).

Na esfera interna, quatro jurisdições são objeto deste trabalho: a EU (e Portugal), os EUA, a China e o Brasil. A escolha destas jurisdições prende-se com a sua importância económica, inclusive para o desenvolvimento das atividades de intermediação financeira (bancária e não-bancária), em que detém uma importante cota desse mercado.

No capítulo 5 serão detalhados os pormenores sobre as reformas implementadas. Sobre a intermediação bancária, o BIS confirma que, em 2022, a significativa maioria das jurisdições já implementou esses *standards* (Figura 1). Esta conclusão parece aplicar-se às jurisdições estudadas:

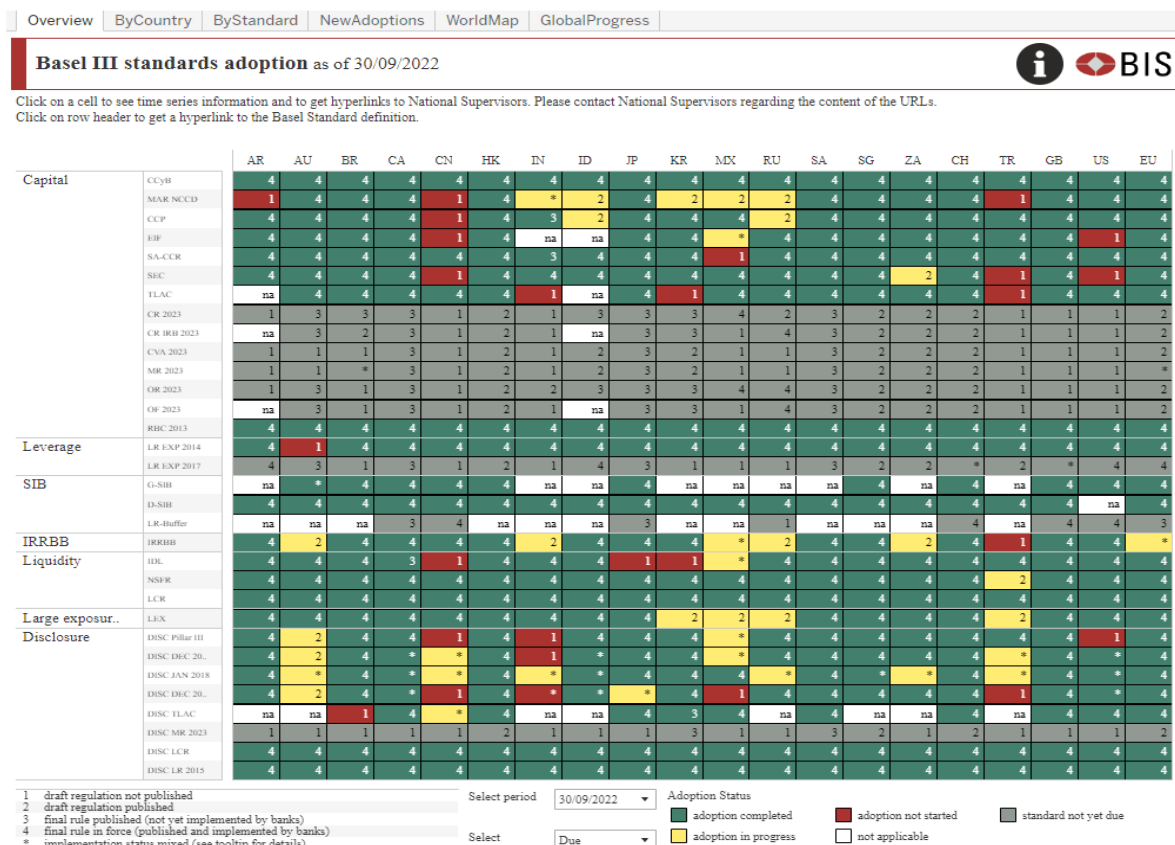


Figura 1 – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2023a) - Implementation RCAP reports. BIS Website [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/rcap_reports.htm>.

Já numa perspetiva mais abrangente, e incluindo *standards* sobre a intermediação não-bancária, uma conclusão similar pode ser alcançada no balanço feito pelo FSB (Figura 2). Mais uma vez, essa conclusão pode ser estendida às jurisdições estudadas:

Annex 2: Implementation of reforms in priority areas by FSB member jurisdictions

The table provides a snapshot of the status of implementation progress by FSB jurisdiction across priority reform areas, as of September 2022. The colours and symbols in the table indicate the timeliness of implementation. For Basel III, the letters indicate the extent to which implementation is consistent with the international standard. For trade reporting, the letters indicate to what extent effectiveness is hampered by identified obstacles. For compensation, letters indicate the sectoral application of the FSB Principles and Standards (where not applied to all sectors).

Reform Area	BASEL III ^a					COMPENSATION	OVER-THE-COUNTER (OTC) DERIVATIVES				RESOLUTION					NON-BANK FINANCIAL INTERMEDIATION		
	Risk-based capital	Requirements for SIBs	Large exposures framework	Leverage	Net Stable Funding Ratio (NSFR)		Trade reporting	Central clearing	Platform trading	Margin	Minimum external TLAC for G-SIBs	Transfer / bail-in / temporary stay powers for banks	Recovery and resolution planning for systemic banks	Transfer / bridge / run-off powers for insurers	Resolution planning for systemic CCPs in more than one jurisdiction	Money market funds (MMFs)	Securitisation	Securities financing transactions (SFT)
	Phase-in (completed) date	2023	2016 (2019)	2019	2023	2018	end-2012	end-2012	end-2012	2016 (2022)	2019/2025 (2022/2028)							2017/2023
Argentina			C		C	B, I											**	
Australia	&		C	&	C											*		
Brazil			C		C												**	
Canada	&		C		C													
China		C	C		C		R, F											
France		C	LC	&	LC													
Germany		C	LC	&	LC													
Hong Kong			C		C	B, I												
India			C		C													
Indonesia	&		C		C											**		
Italy		C	LC	&	LC													
Japan	&	C	LC	&	C	B, I												
Korea	&																	
Mexico																**	*	
Netherlands		C	LC	&	LC													
Russia ¹																**		
Saudi Arabia	&		C	&	C	B	R					#	#	#				
Singapore			C		C													
South Africa																		
Spain		C	LC	&	LC													
Switzerland		C															***	
Türkiye																**		
United Kingdom		C		#														
United States		C, &				B, I												

Figura 2 - FINANCIAL STABILITY BOARD (2022a). Pág. 31.

A conclusão é a de que o nível de harmonização e, até, uniformização das normas de intervenção sobre a atividade financeira alcançou um nível muito elevado, em resultado da resposta à GFC.

Questões a serem respondidas

A primeira questão que se pretende responder neste trabalho é sobre se, e em que medida, a liquidez é um bem público. A segunda questão é a de perceber como as atividades de intermediação financeira influenciam a gestão da liquidez, de forma a justificar a intervenção do Estado. A terceira questão passa por entender a resposta à GFC e a suficiência das soluções encontradas, considerando as duas respostas anteriores

Na resposta a essas questões, o trabalho divide-se em três partes.

Objeto da primeira parte

A primeira parte, composta por dois capítulos, analisa as atividades dos mercados de intermediação financeira bancárias e não-bancárias: num contexto geral, primeiro; e atendendo aos seus incentivos particulares, em segundo.

Assim, o primeiro capítulo inicia por fazer uma descrição das principais funções económicas dos intermediários financeiros. Portanto, a primeira coisa a entender é que a intermediação financeira (representada pela ideia de *Wall Street*) é uma função valiosa para a economia real (em contraposição, representada pela ideia de *Maine Street*). Apesar de receber alguma má reputação ocasional (muitas vezes justificada), desempenha valiosas funções económicas.

Segue, em segundo lugar, enunciando a divisão entre os dois tipos de intermediação financeira, e quais são os principais atores típicos em cada um deles. O foco passa por recordar que a intermediação financeira não é apenas realizada pelos intermediários bancários. Nem no passado, e certamente não no presente, é ou foi esse o caso. Os bancos são apenas um dos intermediários que realizam atividades financeiras no mercado. Além disso, a atividade bancária não é a única atividade realizada nos mercados financeiros.

Evocando esta lição, faz, em terceiro lugar, um breve relato de retrospectiva histórica da atividade de intermediação financeira. Por razões didáticas, faz-se a divisão dessa história em cinco períodos. No entanto, os marcos mais importantes são o período de 1850 a 1914; a resposta à Grande Depressão em 1933; e o início da flexibilização da intervenção, a partir de 1970.

Em quarto lugar, faz-se uma descrição dinâmica acerca da atuação dos intermediários financeiros, bancários e não-bancários, nos seus respetivos mercados de intermediação. Mas também, e em quinto lugar, é feita uma análise acerca das ligações nessas atividade entre intermediários financeiros (bancários e não-bancários), e de como essas relações são fomentadas pelo incentivo à prática da arbitragem regulatória.

Reformulando, agora com mais precisão o objetivo do capítulo 1, o que se pretende não é relatar profundamente e com detalhes a história das atividades financeiras; mas antes, enquadrar os elementos históricos e contemporâneos fundamentais dos intermediários financeiros e suas atividades. Em suma, o objetivo é descrever o que é o mercado financeiro e as suas instituições, como ponto de partida para a análise dos demais capítulos.

Este capítulo explica a origem da divisão entre o mercado de intermediação bancária e o mercado de intermediação não-bancária. Como será detalhado, essa separação estrutural só ocorreu depois da, e por causa da Grande Depressão; sendo removida progressivamente desde

1970/1980, e criando as condições para que o modelo de *shadow banking* (que conecta os dois sistemas de intermediação financeira) florescesse.

No capítulo 2 é feita uma análise sobre os incentivos nas atividades dos intermediários bancários, e de como esse incentivos, conjugados com as ideias de arbitragem regulatória e inovação financeira são um incentivo ao modelo de *shadow banking*.

Num primeiro ponto, demonstra-se que a estrutura de capital dos intermediários bancários não é irrelevante (negando o teorema de Modigliani- Miller para a atividade bancária e financeira). Pelo contrário, com o objetivo de capturar um prêmio de liquidez existente no mercado os bancos têm um incentivo constante a aumentar a sua alavancagem. Assim aumentando os seus ativos, correspondentemente.

Por outras palavras, em segundo lugar, demonstra-se que os bancos têm um incentivo constante ao aumento do seu balanço. Pela influência que têm no aumento de meios de pagamento, os intermediários bancários estão sujeitos a limites de dimensão de balanço pela imposição de obrigações de manutenção de reservas.

A arbitragem regulatória surge como um meio de tentar evitar as limitações de balanço impostas pela intervenção. Essas instituições buscam, por isso, meios de arbitragem regulatória para circundar os limites regulatórios externos impostos pelas autoridades. Nomeadamente, os requisitos mínimos de capital (entre outros). Fazem-no na busca de maiores retornos privados, e em tensão com outros objetivos coletivos.

O *shadow banking* é um exemplo de arbitragem regulatória, mas que não tem uma definição clara. Por esse motivo o terceiro aspeto é a tentativa de encontrar uma definição de *shadow banking*. Tendo sido propostas definições funcionais (FSB) e académicas (com base em instrumentos, entidades, atividades ou combinação), a melhor proposta parece ser aquela que reputa o *shadow banking* como o modelo de atividade dos intermediários bancários (e não apenas do mercado monetário, como proposto por Mehrling) onde o financiamento das suas atividades e os seus serviços são prestados com recurso (direto ou indireto) ao mercado de intermediação não-bancária.

Não se trata apenas de uma questão de semântica. O foco nos intermediários bancários está no facto de estes terem acesso direto ao *backstop* público: a função de *Lender of Last Resort* do Estado. Assim, em quarto lugar, é discutida a importância dessa garantia implícita para a própria existência do modelo de atividade.

Objeto da segunda parte

A segunda parte é composta por dois capítulos que descrevem os meios através dos quais as atividades de intermediação financeira (bancária e não-bancária) afetam a economia, os preços e a comunidade. Especialmente os momentos de crise financeira, onde se evidenciam as suas consequências negativas para a coletividade (numa jurisdição e/ou na esfera internacional). O ponto de chegada, no capítulo 4 é normativo, mas o estudo e a teoria inicial são feitos com base na ciência económica.

Assim, no capítulo 3 começa-se por verificar o conceito de moeda soberana. Se numa perspetiva jurídica a moeda soberana está ligada à soberania política, com ela coexiste a realidade do mercado que faz a sua “moeda” (em sentido impróprio, significando meios de pagamento).

Numa perspetiva jurídica, dois elementos da moeda soberana são necessários: o curso legal e o poder liberatório. Essas características, associadas ao exercício da soberania, colocam a moeda soberana no topo da hierarquia da ordem interna. Assim, em segundo lugar, é descrita a relação piramidal e hierárquica entre meios de pagamento. Nascendo dois tipos de relações: na esfera internacional (entre o ativo líquido e a moeda soberana), e na esfera interna (entre a moeda soberana e os títulos de crédito aceites como meios de pagamento, a quase-moeda, como é o caso da moeda bancária).

Pelo seu papel na criação de meios de pagamento, as atividades dos intermediários financeiros influenciam diretamente os estágios do ciclo económico. Esse reconhecimento, em terceiro lugar, decorrente das análises de Keynes, Minsky e Kindleberger, justifica a intervenção do Estado nestas atividades para compor os interesses privados e os objetivos sociais. Para tanto, e como enumerado no quarto ponto, faz-se uma enumeração e descrição breves das ferramentas de gestão do ciclo ao dispor do Estado (Política Monetária, Política Fiscal e Política Cambial).

No processo de alargamento da pirâmide de meios de pagamento (na fase de crescimento económico) e diminuição (na fase de recessão), o Estado pode desempenhar a função de *Lender of Last Resort*. Esta forma de intervenção sobre a intermediação financeira tem a utilidade de evitar uma crise de crédito (*credit crunch*) e/ou uma situação de deflação de preços. Essa função de estabilização dada pelo *backstop* público tem, no entanto, a desvantagem de poder constituir-se como um risco moral (uma vez que os custos criados pela atividades dos intermediários financeiros privados são assumidos pela coletividade). Assim, em quinto lugar é visto como o modelo de negócio de *shadow banking* exacerba esse risco (*moral hazard*).

O ativo líquido e a relação de conversão entre este e a moeda soberana estão, portanto, no cerne da estabilidade económica e financeira. É para a sua gestão que o Estado exerce os seus poderes de soberania económica e intervêm nas atividades de intermediação financeira (dentro de certos limites e constrangimentos que lhe são externamente impostos). Por esse motivo, no capítulo 4 são descritos os conceitos de liquidez e a sua ligação com a moeda.

Inicialmente, é feito um estudo acerca do conceito económico de liquidez. Ao contrário do que possa parecer, esse conceito é recente. Cumpre, em primeiro lugar, entender o seu conteúdo e, dessa forma, acabar com os equívocos inerentes à utilização polissémica do conceito. Usualmente utiliza-se a palavra “líquido” numa escala gradativa para descrever a relação valor/tempo dos ativos. A aferição dessa relação é feita através da técnica de desconto, que reflete a diferença entre o valor à vista e o valor futuro de um ativo. O ativo líquido é aquele cujo valor não é afetado pelo tempo.

Definido o conteúdo da liquidez, pode-se diferenciar do conceito de *marketability*. Imagine-se uma ação: sendo um título pouco líquido, em condições normais de mercado pode ser facilmente transacionado. Esse é o segundo aspeto estudado, onde se verifica a diferença entre liquidez e a capacidade de transacionar em mercado um título (erroneamente, mas usualmente, descrito como liquidez). A natureza desigual dos conceitos é demonstrada em condições de crise financeira.

Em terceiro lugar, verifica-se como as diferenças acima descritas influenciam a estratégia dos agentes de mercado. Também estabelecem a base para a diferenciação entre iliquidez (carência de ativos líquidos para a quitação das obrigações presentes) e insolvência (carência de valor dos ativos para o cumprimento das obrigações presente ou futuras). Esta preferência de liquidez, sugerida por Keynes, é uma opção lucrativa de proteção contra diferentes níveis futuros de incerteza (pelo motivo de transação, de precaução ou especulativo). No fundo, os agentes estão a tomar posições tendo em conta a fluidez da pirâmide de liquidez dos ativos, e dos seus movimentos de expansão e retração. A taxa de juros seria o preço que reflete a preferência de liquidez dos agentes do mercado.

A moeda soberana está no topo da pirâmide porque conta com o suporte político do Estado. Mas, como se verá, o próprio Estado não é capaz de garantir a promessa de liquidez da moeda soberana por si só. O Estado apenas é capaz de manter a promessa da sua moeda soberana com curso legal, enquanto for capaz de manter a relação entre a sua moeda soberana e o ativo líquido. Este ativo líquido que, historicamente, era o ouro; e que, hoje, é composto por um cabaz de moedas comumente utilizadas nas transações internacionais (principalmente o

Dólar norte-americano, mas também o Euro, o Yen, o Pound e o Yuan). Na definição económica o ativo líquido é um bem privado distribuído publicamente por, por um lado, ser escasso e de consumo concorrente; e, por outro, a sua gestão eficiente ser alcançada apenas pelo monopólio da administração pública.

Em segundo lugar, verificado o conceito económico de liquidez, é feita a sua descrição na perspetiva jurídica. Em primeiro lugar é enunciada a justificação para a intervenção dos Estados nas atividades de intermediação financeira. Por esse motivo, a manutenção da conversão da moeda soberana para o ativo líquido, os Estados regulam as atividades bancárias. Isso porque, ao criarem quase moeda (que, na verdade, tem um elemento de crédito), os intermediários financeiros (bancários e não-bancários) podem alterar essa relação de conversão com o ativo líquido. É o que faz o modelo de *shadow banking*, ao criar ferramentas de arbitragem regulatória para ir além do permitido pelos instrumentos de regulação.

Em segundo lugar, é verificada a dimensão interna e internacional dessa intervenção. Nessa esteira, são ainda verificados os problemas institucionais e qual o papel do direito na intervenção e gestão da liquidez.

Para o exercício dos seus poderes económicos e financeiros soberanos, o Estado precisa de ter a gestão das condições de liquidez e do ativo líquido como seu objetivo. O principal problema identificado sobre este aspeto é ausência de solidez normativa acerca do mesmo. A sua gestão tem uma quase ausência de comandos claros, e é feito quase unicamente com base em considerações da economia e da política. Em face disto, é apresentada uma proposta normativa que sugere (i) a enunciação de princípios relativos à diferença entre moeda soberana e ativo líquido, (ii) a enunciação dos princípios da gestão da liquidez como objetivo, e (iii) enunciação de princípios sobre a questão institucional.

Objeto da terceira parte

A parte III é composta por dois capítulos que analisam o direito existente após a GFC, numa perspetiva descritiva e numa perspetiva analítica. Ambos os capítulos devem ser lidos em perspetiva: tendo em conta o funcionamento da evolução histórica do sistema e os incentivos dos intermediários financeiros; da justificação para a intervenção do Estado sobre as atividades de intermediação financeira e o conteúdo normativo proposto a esse propósito para a gestão do ativo líquido e da gestão das condições de liquidez.

Assim, o capítulo 5 faz uma análise dos esforços regulatórios que serviram de resposta à GFC. Em primeiro lugar, diferentes níveis jurisdicionais são estudados: a criação de standards por organizações internacionais e/ou fóruns de cooperação internacional; e, depois, a implementação desses *standards* no direito interno das jurisdições acima listadas. Esta parte do capítulo é essencialmente descritiva.

Em segundo lugar é feita uma ponderação acerca da conformidade entre as reformas da GFC, e o conteúdo normativo proposto no final do capítulo 4. Na perspetiva do modelo de *shadow banking*, o que se verifica é que os incentivos fundamentais não foram alterados. Tanto é que a intermediação não-bancária não se reduziu, pelo contrário, aumentou. Provavelmente isso é explicado pelo facto de a intervenção pós-GFC ter levado ao reforço da regulação sobre a atividade de intermediação bancária e, assim, ter incentivado a arbitragem regulatória dos agentes; bem como pela legitimação da concessão do suporte do backstop público a certos intermediários não-bancários (*too big* ou *too interconnected to fail*).

No capítulo 6 faz-se uma análise acerca da discussão económica sobre a justificação e forma de intervenção do Estado na economia. Analisa-se o ensino de Pigou que, divergindo parcialmente dos ensinamentos da escola clássica, pensa ser justificada a intervenção do Estado na economia em certas circunstâncias e de forma temporária. Pigou, por sua vez, é contraposto por Coase. Este defende que os privados, através do processo de barganha, encontrarão sempre soluções de mercado eficientes. Fá-lo-ão apesar do que disponha a Lei: ou seja, mesmo contra a Lei, se a Lei não for uma solução eficiente. Finalmente é analisada a proposta de Calabresi. Este justifica a necessidade de intervenção do direito como forma de composição dos interesses entre os agentes da economia. A decisão sobre a intervenção ou não intervenção deve basear-se nos custos relacionados (a intervir ou não-intervir), optando-se pela solução menos custosa (e, portanto, mais eficiente). Com base nestas lições e ponderações sobre a justificação da intervenção do Estado, é formulada uma crítica ao atual paradigma regulatório (estudado no Capítulo 5).

Finalmente, é proposto um modelo alternativo que concretiza as conclusões do capítulo 4. Dessa forma, propõe-se que a intervenção do Estado passe a ser limitada e a contar com a contribuição dos elementos disciplinadores do mercado. Em segundo lugar, propõe-se a resolução do problema distributivo inerente à função de *Lender of Last Resort*. Ao invés do pagamento na forma de capital das instituições de intermediação bancária, o problema distributivo deveria ser resolvido mediante o pagamento de uma contribuição para um fundo destinado a suportar a economia, calculada sobre o risco da transação subjacente. Essa

contribuição seria, de certa forma, um preço sobre o uso do *backstop* público dos intermediários financeiros, e uma forma de gerir e diminuir a criação de riscos sistémicos. O modelo de *shadow banking* seria diretamente influenciado por esta medida alternativa.

O *shadow banking*, tendo sido uma das causas da GFC, continua a ser um modelo relevante. Como se verá, no capítulo 2, aumentou a sua importância relativa no total das atividades de intermediação financeira. De causa problemática a ferramenta válida para a atividade económica, o *shadow banking* foi legitimado e mudou de nome para *non-bank financial intermediation*. No entanto, e como será detalhado no capítulo 5 esse modelo é visto pelas autoridades como um risco à estabilidade financeira. Se as ligações diretas entre a intermediação financeira bancária e não-bancária parecem estar a diminuir (e ainda assim, continuam estáveis e relevantes, ver Figuras 7, 8 e 9), não estão claros nos relatórios estudados quais os efeitos indiretos (através dos ativos) e da garantia implícita no desenvolvimento do modelo de *shadow banking* (no sentido de NBFI).

É nesse contexto que este trabalho se mantém relevante. .

1. AS ATIVIDADES DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA

Uma visão caricatural da atividade de intermediação financeira, e do sistema em que essa atividade se organiza, são incapazes de fornecer todo o real conteúdo da contribuição dessa atividade para a economia. O objetivo deste capítulo é o de definir o conteúdo das atividades de intermediação financeira, os seus atores relevantes e a sua evolução histórica.

Portanto, o primeiro aspeto a clarificar é o de que a intermediação financeira é uma função valiosa para a economia. Assim, são estudadas em primeiro lugar as funções económicas desempenhadas pelos intermediários financeiros.

A segunda questão a lembrar é que a intermediação financeira não é apenas realizada pelos intermediários bancários. Nem no passado, e certamente não no presente. Os intermediários bancários são apenas um dos intermediários que prestam serviços financeiros no mercado. Por esse motivo, faz-se uma descrição genérica dos principais intervenientes da atividade de intermediação financeira.

Em terceiro lugar, há que lembrar que a intermediação financeira é uma atividade antiga desenvolvida ao longo da história, mesmo que de uma forma diferente da sua versão contemporânea. Essa evolução é fundamental para compreender o seu funcionamento, sendo que atualmente o sistema financeiro é puramente internacional e não mais local, como era no passado. Quer isto dizer que se organiza em grandes centros internacionais do sistema (Nova Iorque, Londres, Hong Kong), complementados por outros centros regionais (São Paulo, Paris) e, eventualmente, locais (atualmente de menor importância). A tendência é a de concentração dos serviços nos centros globais do sistema.

Essa organização representa o equilíbrio atual vigente que, eventualmente, alterar-se-á no futuro da mesma forma que se alterou no passado. Refletirá os rumos do poder político, económico e militar, e as suas vicissitudes. O objetivo dessa parte do capítulo não é relatar profundamente e com detalhes a história das atividades financeiras. Mas antes, relatar genericamente a evolução histórica recente da atividade. Com isso obtém-se perspectiva sobre como funcionava e como funcionada a intermediação financeira, registando eventuais tendências comuns (entre as verificadas no passado, e as verificadas no presente).

Em seguida, em quarto lugar, são distinguidos com detalhe e numa perspectiva funcional, o sistema de intermediação bancária (o que vulgarmente se chama de sistema bancário) do conceito de intermediação financeira (o que vulgarmente se refere como mercados financeiros

ou mercados de valores mobiliários) na sua formatação contemporânea. Por isso, neste capítulo, referimo-nos à intermediação financeira realizada em dois principais mercados: Mercados bancários (mercado de intermediação bancária) e demais Mercados Financeiros em geral (ou intermediação não bancária). Esta divisão é parcialmente fictícia, porque ambos os mercados eram (na história) e ainda hoje são profundamente interligados. Ela resulta, essencialmente, da resposta à Grande Depressão que os diferenciou na prática.

Finalmente, é analisado o conceito de Arbitragem Regulatória enquanto síntese da interação existente entre a intermediação bancária e não bancária no mercado financeiro. Como será descrito no Capítulo 2, o *Shadow Banking* emerge dessas interligações.

1.1 Função económica dos intermediários financeiros

Os intermediários financeiros desempenham algumas funções económicas, que serão agora descritas. Estas consistem principalmente em quatro funções diferentes.

A primeira função dos intermediários financeiros consiste em fornecer às empresas e às famílias instrumentos líquidos de armazenamento de valor. O que pode ser descrito como mobilização de poupança³. A intermediação financeira desempenha um papel económico básico, mas essencial: faz uma ponte entre aforradores (agentes excedentários) e subfinanciados (agentes deficitários), reduzindo os custos de transação (os custos de pesquisa e de rastreio já mencionados).

Uma segunda função é realizar a transformação da maturidade, que é transformar passivos de curto prazo em ativos de longo prazo. Isto é o que é vulgarmente chamado de crédito⁴.

Uma terceira função é a transformação da liquidez. Isto é, transformar créditos ilíquidos (no sentido de pouca fluidez) para líquidos, beneficiando os seus titulares (pela flexibilidade adquirida)⁵.

³ “The key to bank mobilization of savings (...) is depositor confidence. Preserving user confidence can create a strong virtuous cycle for any economy.”. CRANSTON, ROSS [ET AL.] (2017), Pág. 6.

⁴ “Maturity transformation, namely turning short-term claims like deposits into long-term assets (loans), is a key function.”. Idem, ibidem. Pág. 7.

⁵ “Transformation services require no explicit service provision to borrowers or depositors but instead involve providing the depositors with a pattern of returns that is different from (and preferable to) what depositors could obtain by holding the assets directly and trading them in a competitive exchange market. Explicitly, this means the conversion of illiquid loans into liquid deposits or, more generally, the creation of liquidity.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIG, PHILIP H (1986), Pág. 58.

Uma quarta função é prestar serviços de pagamento. Este é especialmente peculiar a um dos intermediários financeiros, os intermediários bancários. Como explicado por Hicks⁶, através da prestação deste serviço num sistema fechado, os bancos permitem a realização das operações subjacentes ao pagamento.

1.1.1 Mobilização de poupanças

A custódia de valores é um serviço importante prestado aos agentes económicos. Esta foi, como se verá, uma das razões substanciais subjacentes à existência de bancos. Através desta atividade, os intermediários financeiros podem fornecer aos agentes serviços de proteção de valores para as suas poupanças.

Os custos de custódia são usualmente negligenciáveis para uma grande maioria dos agentes económicos (aqueles que têm de manter apenas pequenas quantidades de valores). Mas podem também representar um grande custo para os grandes agentes excedentários.

Os serviços de custódia são importantes por permitirem a mobilização de poupança para financiar o desenvolvimento económico e atividades lucrativas. Esta é a chave para esta função. Como colocado por economistas clássicos e reafirmado por exemplo por Keynes, a poupança e o investimento tendem a ser duas faces da mesma moeda⁷.

Assim, em vez de terem poupanças com valor económico “escondidas debaixo do colchão” (utilizando uma imagem popular), esses fundos são disponibilizados pelos agentes aos intermediários financeiros. Estes, por sua vez, irão disponibilizar para famílias ou investidores com bons projetos (significando aqueles com uma afluência positiva de fundos, que permitem o pagamento do crédito concedido). Na perspetiva do intermediário financeiro, a mobilização da poupança representa o financiamento da sua própria atividade, e das atividades de outros

⁶ “It is easy to see why this has become so common a way of making payments, at least in an economy where most people have bank accounts, for it is a superior way of minimizing transaction costs. But the consequences of its general adoption are notable. For it means that the whole of the bank deposits which are withdrawable at sight become usable as money. They are usable as such by the depositors in the bank, and—what is even more remarkable—they are usable as money by the bank itself. It is true that they are not a store of value for the bank, since they figure on the liabilities side of its balance-sheet, not on the assets side. But they can be used by the bank itself as a medium of payment.”. HICKS, J. R. (1989), Pág. 58.

⁷ “The theory of the rate of interest which prevailed before (let us say) 1914 regarded it as the factor which ensured equality between saving and investment. It was never suggested that saving and investment could be unequal. This idea arose (for the first time, so far as I am aware) with certain post-war theories. In maintaining the equality of saving and investment, I am, therefore, returning to old-fashioned orthodoxy.”. KEYNES, JOHN MAYNARD (1937a), Pág. 248 e 249.

agentes. Permite o fluxo eficiente de agentes excedentários a agentes deficitários, apoiando a atividade económica e transformando a poupança em investimento.

No entanto, é fundamental distinguir entre a mobilização de poupança e os depósitos. A mobilização de poupança é a cativação, de alguma maneira, dos recursos do público. Cada intermediário emitirá os instrumentos correspondentes a esse compromisso: um fundo emitirá quotas; um fundo de pensões exigirá contribuições periódicas; um *bond*. O contrato de depósito é apenas mais um desses instrumentos de cativação. Apesar das suas diferenças, mesmo de liquidez e de procura, todos representam a mobilização dos recursos do público para a constituição de ativos de investimento.

O instrumento de depósito tem um carácter distinto. Com esta figura, o intermediário bancário obtém acesso aos fundos do público, oferecendo em troca os serviços de custódia de valores e de contabilidade. Apesar do dinheiro estar sob a custódia do intermediário bancário, o proprietário do direito sobre os recursos depositados ainda deve ter acesso imediato aos fundos. O acesso imediato é uma característica do contrato de depósito, o que os torna um contrato tão popular (e que torna a atividade bancária tão arriscada). Duas características caracterizam o instrumento de depósito: o acesso imediato aos recursos depositados e os serviços de custódia prestados pela instituição financeira. Porque o intermediário bancário pode utilizar os recursos na sua atividade, esta relação entre uso (pelo intermediário) e direito a acesso imediato (pelo depositante) torna-se inerentemente frágil.

Outros instrumentos semelhantes a depósitos, no entanto, exigem certas condições de mercado para cumprir a sua promessa de liquidez (fluidez). Esta já não é mais uma promessa de acesso, mas de verdadeira convertibilidade. É o que diferencia, por exemplo, os depósitos nos investimentos de *Money Market Funds*: o depósito dá direito de acesso ao ativo líquido depositado, usualmente a moeda soberana; enquanto o resgate dos recursos do *Money Market Fund* opera-se pela conversão de um ativo (cotas) noutra (o ativo líquido, usualmente na forma de moeda soberana). Isso apesar de os instrumentos desempenharem a mesma função económica. Os *dealers* desempenham um papel importante, a este respeito⁸.

⁸ “In practice, matched book for banks requires speculative book for someone else, who takes on the forward positions that the banking system as a whole is trying to shed. To the extent that this task involves private speculators, the fluctuating size of the required exposures pushes the forward rate around so that the speculators have a reasonable expectation of profit. This is important because it means that in general forward rates deviate from expected spot rates; that deviation is the source of expected profit for speculators. Put another way, the expectations hypothesis of the term structure, so beloved by economics textbooks and teachers, is incompatible with a system of private liquidity provision.”. MEHRLING, PERRY (2015), Pág. 9.

1.1.2 Serviços de transformação: transformação de maturidade e transformação de liquidez

Os serviços de transformação são a principal tarefa realizada pelos intermediários bancários⁹. Este é o serviço que os torna suscetíveis a corridas aos depósitos, e exige aos intermediários tanta atenção a medidas de precaução na sua gestão de riscos¹⁰. Este é um traço partilhado por aqueles intermediários financeiros que, como os intermediários bancários, oferecem liquidez (no sentido de acesso direto aos recursos) em produtos similares a depósitos (produtos com exigibilidade imediata de pagamento em moeda soberana com curso legal após conversão, como exemplo já descrito).

As ideias-chave, a este respeito, são o desfasamento temporal e financeiro no negócio dos intermediários financeiros. Por outras palavras, os intermediários financeiros desempenham duas funções económicas essenciais, transformação de maturidade e transformação de liquidez.

Em primeiro lugar, realizam a transformação da maturidade, transformando as obrigações de curto prazo (depósitos), em exigências de longo prazo (ativos de crédito). Esta função é crucial para o desenvolvimento económico. Por exemplo, permitindo transações comerciais, a viabilidade de projetos de infraestruturas ou a criação de capital fixo. Permitem que o investimento ocorra, aplicando uma unidade poupada que, de outra forma, não seria utilizada¹¹.

Em segundo lugar, realizam a transformação de liquidez (no sentido de fluidez), transformando obrigações líquidas (ex. depósitos) em ativos ilíquidos (ex. empréstimos). Mas também, ao contrário: transformando ativos ilíquidos (ex. empréstimos) em líquidos (título de securitização)¹². Ao realizarem estas operações, os intermediários trazem fluidez ao mercado e

⁹ “Converting illiquid assets into liquid assets is the bank service associated with both sides of the balance sheet. This transformation service is the most subtle and probably the most important function of banks.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBIVIG, PHILIP H (1986), Pág. 62.

¹⁰ “The recent literature on transformation services shows that there is an intimate relation among improving risk sharing, fixed claim deposits, and bank runs. Specifically, this literature shows that bank runs can be a consequence of rational behavior by depositors and that runs can occur even in a healthy bank. All that is required to make a run possible is that the liquidation value of the loan portfolio is less than the value of the liquid deposits.”. Idem, ibidem, Pág. 62 e 63.

¹¹ “The ability of financial systems to provide risk diversification can affect long-run economic growth by altering resource allocation and saving rates. But to reduce their risk, savers tend to be unwilling to tie up their funds for the long term. On the hand, when borrowers need funds for investment and not immediate consumption their horizon is longer-term, especially where the credit is to be used for the acquisition of capital assets.”. CRANSTON, ROSS [ET AL] (2017), Pág. 7.

¹² “The link between liquidity and growth requires some explanation. High-return projects often entail a long-term commitment of capital, but saver do not like to relinquish control of their savings for long periods. If the financial system does not augment the liquidity of long-term investments, less investment is likely to occur in high-return projects. With liquid financial markets, savers can hold liquid assets – like equity, bonds, or demand deposits – which they can quickly and easily sell if they want access to their savings.”. Idem, ibidem. Pág. 7

permitem que os aforradores mudem de posição seguindo as suas necessidades financeiras momentâneas. Esta característica será mais pormenorizada nos capítulos 3 e 4.

Ambas as transformações são cruciais para o desenvolvimento económico. De acordo com a doutrina da *Real-Bills* (mencionada no capítulo 3), isto significa expandir ou contrair a base monetária, proporcionando mais crédito e liquidez (fluidez). Os intermediários financeiros, como os intermediários bancários, podem fazer este serviço porque entendem que, embora alguns dos seus passivos sejam imediatamente reembolsáveis, os seus credores (ex. depositantes) não farão todos esse pedido ao mesmo tempo. Pelo menos em condições normais de mercado, o intermediário poderá manter alguns desses recursos como reserva; e usar a outra parte dos recursos para executar estas duas funções (criar ativos e passivos, mediante uma retribuição)¹³.

Não obstante, isto acarreta um risco de solvabilidade e liquidez relevantes, porque os intermediários devem controlar a qualidade dos seus ativos e periodicamente têm de refinarçar a sua atividade¹⁴.

1.1.3 Serviços de pagamento

Historicamente este é um serviço característico prestado pelos bancos. Consiste na utilização dos balanços dos intermediários bancários como meio de pagamento. Do ponto de vista do banco, isto vem do reconhecimento de que é simultaneamente devedor e credor de outros bancos participantes no sistema. Através da conciliação dos pagamentos, os bancos

¹³ “Bartolomeo finds the pawn business quite profitable, but he has to turn down some potential borrowers because he simply does not have adequate funds of his own to make all of the loans. After several months of Cosimo making deposits and withdrawals, Bartolomeo realizes that Cosimo never withdraws all of his money. Cosimo always maintains at least five hundred gold florins on deposit. Bartolomeo decides to take five hundred of the gold florins that Cosimo has deposited with him and use them to fund more pawn loans, figuring that the loans will be repaid or the collateral jewelry sold before Cosimo ever asks for his money. In other words, Bartolomeo is going to make money by lending out Cosimo’s money, without Cosimo’s permission. At this point, we have combined the Deposit Function with the Lending Function, and Bartolomeo has invented “fractional reserve” banking, meaning that only a fraction of the funds deposited with him will be kept on hand as reserves.”. LEVITIN, ADAM J. (2016), Pág. 372.

¹⁴ “The problem with short-term debt as a solution to the Deposit-Lending problem is that it is not risk-free. There is yield on short-term debt, and yield implies risk. Despite collateralization and guaranties (express and implied) from third parties, credit risk still exists for short-term debt. Collateral value can decline, and third-party guarantors can themselves be insolvent. There is also liquidity risk because of the maturity transformation that occurs in some types of short-term debt and because the liquidity for some types of short-term debt depends on the ability of the issuers to roll over the debt: new investments provide the liquidity to pay off the old investments. Various forms of government intervention.”. Idem, ibidem, Pág. 408.

podem gerir melhor as suas reservas ao mesmo tempo que financiam a sua atividade e recebem um prémio pelo serviço de pagamento prestado.

Todo o balanço da instituição bancária é usado neste processo. Pode ocorrer uma contração ou expansão de ativos e passivos para este serviço. A situação mais comum é a utilização do passivo dos bancos¹⁵, uma vez que a troca de depósitos entre instituições (ocorrida no mercado monetário), ou acordos similares de depósitos (ex. o cheque), desempenhem uma função equivalente como meio de pagamento. Embora o lado do ativo também possa ser usado para permitir que os pagamentos ocorram. Nessa situação, a concessão de crédito será utilizada para satisfazer as necessidades de pagamento dos clientes¹⁶.

Este sistema de pagamento ágil é especialmente importante para os agentes económicos que realizam o pagamento subjacente à transação. Proporciona segurança e agilidade na transferência de fundos e utilização mais eficiente dos recursos económicos¹⁷. Quando se trata de uma perspetiva económica global, essas potencialidades são ainda mais importantes. O mercado *eurodollar* surgiu como uma fonte de sistema de pagamentos internacional que permitiu a internacionalização económica factual (e a substituição do dólar pelo ouro)¹⁸.

Embora tradicionalmente os bancos realizassem os serviços de pagamento, recentemente alguns novos intermediários começaram a oferecer serviços semelhantes. Este é um campo que sofreu grande inovação, e cuja gestão é crucial ao regular funcionamento do sistema financeiro, sendo preciso evitar a materialização de antigas e novas ameaças¹⁹.

¹⁵ “Bank deposits are effectively a form of money. When a bank makes a loan, the loan is seldom disbursed in cash. No currency actually changes hands. Instead, the loan is disbursed to the borrower’s deposit account at the bank. The result is that the bank’s balance sheet gains both an asset (the loan) and a liability (the deposit). The borrower’s balance sheet also gains an asset (the deposit) and a liability (the loan). Because both banks and borrowers are able to spend their newly created assets, the money supply has effectively expanded.” Idem, ibidem, Pág. 376.

¹⁶ “The payment of accounts is, of course, only one aspect of the bank’s business. To be able to discharge his liabilities through his bank, a customer must either maintain an adequate credit balance with it or, alternatively, obtain overdraft facilities or loans. The availability of such facilities depends, in turn, on the regular flow of funds into the customer’s account with the banks.”. ELLINGER, E. P.; LOMNICKA, EVA ; HOOLEY, RICHARD (2006), Pág. 202.

¹⁷ “Liquidity is concerned with the cost and speed with which economic agents can convert financial instruments into purchasing power at agreed prices. A bank account is a very liquid asset since it is almost like holding cash (medium of exchange) of a country.”. CRANSTON, ROSS [ET AL] (2017), Pág. 7.

¹⁸ “In a multiple currency world, deficit agents and surplus agents may well neither of them operate domestically in dollars, but nevertheless use the Eurodollar system to make payments to one another. Both therefore rely on connections between their own domestic money markets and world Eurodollar market to facilitate needed payments. Specifically, forward exchange allows hedging of unwanted FX risk exposure, both for non-financial clients and for domestic banking systems.”. MEHRLING, PERRY (2015), Pág. 11.

¹⁹ “For some time central banks have had the integrity of payment systems high on their agenda. The banking system threatened if that integrity comes into question – a bank’s inability to pay may lead to systemic risk in the system as a whole. The speeding up of payments (resulting, in particular, from foreign exchange,

1.2 As entidades que participam na intermediação financeira

O âmbito das entidades que desempenham o papel de intermediário financeiro é amplo, mas dividido em diferentes níveis de acordo com o seu nível de desenvolvimento e organização institucional onde está inserido (relativamente ao seu grau de formalização e ao tipo de entidades envolvidas na atividade). Essa organização foi evoluindo e, naturalmente, tomando novas formas que nos trouxeram à configuração atual.

Assim, a definição de intermediários financeiros inclui, principalmente os bancos na intermediação bancária e, na intermediação não-bancária, os corretores e *dealers*. Mas esse são apenas os atores mais relevantes. Em ambos os mercados existem outros. Juntos satisfazem a necessidade de serviços financeiros dos agentes económicos.

1.2.1 A intermediação bancária

As entidades relevantes, na intermediação bancária, são os bancos; as *bank holding companies*; e os bancos centrais e demais reguladores.

1.2.1.1 O banco

Historicamente, o banco²⁰ surgiu da combinação de duas atividades económicas já prestadas por agentes (serviços de crédito e serviços segurança)²¹. Os custos associados à custódia dos valores podem ser considerados uma ideia estranha nos nossos dias em que a moeda soberana é uma nota de papel ou mesmo digital. Em tal contexto, a custódia dos valores não é uma questão para uma pessoa normal. Poderá sê-lo, apenas, para um agente que têm uma grande quantidade de dinheiro e valores (onde os custos de custódia podem aumentar significativamente). Mas é essencial quando a moeda é por definição um metal precioso (ouro

securities, and derivatives deals), issues of cyber security and the formidable developments in financial technology ("Fintech") accentuates the problem.". CRANSTON, ROSS [ET AL] (2017), Pág. 335.

²⁰ "At this point, we have combined the Deposit Function with the Lending Function, and Bartolomeo has invented "fractional reserve" banking, meaning that only a fraction of the funds deposited with him will be kept on hand as reserves." LEVITIN, ADAM J. (2016), Pág. 372.

²¹ "In other words, the development of banks as institutions offering both safekeeping and loans is a fairly recent development. This institutional combination likely arose from simple opportunism, although we cannot be sure. Still, we might tell a just-so story that serves as a creation myth of the modern bank and its combination of the Deposit and Lending Functions." Idem, ibidem, Pág. 370.

ou prata). Por isso, na Europa Medieval a custódia não era uma questão negligenciável, mas um serviço valioso. A existência de procura pela segurança de bens e valores, tornava útil o serviço que os bancos (e, antes destes, os seus antecessores nesse serviço) prestavam aos agentes económicos.

Já a associação dos serviços de custódia com os serviços de crédito resulta da observação dos fluxos e levantamentos de depósitos, e da maximização do retorno sobre esses ativos disponibilizados aos intermediários bancários. Estes entes especializaram-se em identificar o risco de crédito dos empreendimentos (especialmente relacionados com o comércio de bens), aplicando os recursos depositados em custódia ao seu cuidado nessas iniciativas económicas.

Outro elemento associado aos dois anteriores, foi a prestação de serviços de pagamento aos clientes. Quando os meios de pagamento são difíceis de transportar, o papel dos bancos como criadores de “moeda de papel” (na verdade, promessas de levantamento em espécie ao titular do título de dívida, IOU) os tornam prestadores de um serviço absolutamente essencial ao próprio crescimento do comércio.

Por conseguinte, a concentração de serviços financeiros escassos nos bancos (custódia, crédito e serviço de pagamentos) constituiu uma melhoria da eficiência para diminuir os custos de transação nas atividades de comércio. Algo especialmente importante num ambiente histórico em que as comunicações eram difíceis²². Devido ao seu nível de sofisticação, os bancos tornaram-se o intermediário financeiro mais importante e a pedra angular do sistema financeiro. Ainda o são, atualmente, apesar do crescimento da importância da intermediação não-bancária e de modelos de negócio como o de *shadow banking*. Uma diferenciação deve ser feita entre banco comercial e banco de investimento. Essa distinção é fundamental, desde pelo menos 1914, para delimitar o acesso dos bancos comerciais ao mercado de intermediação não-financeira²³.

²² “It is easy to see why this has become so common a way of making payments, at least in an economy where most people have bank accounts, for it is a superior way of minimizing transaction costs. But the consequences of its general adoption are notable. For it means that the whole of the bank deposits which are withdrawable at sight become usable as money. They are usable as such by the depositors in the bank, and—what is even more remarkable—they are usable as money by the bank itself. It is true that they are not a store of value for the bank, since they figure on the liabilities side of its balance-sheet, not on the assets side. But they can be used by the bank itself as a medium of payment.” HICKS, J. R. (1989), Pág. 58.

²³ Esse era o caso em 1914, imediatamente antes da primeira guerra mundial: “One rule was the exclusion of all corporate members on the grounds that ‘[t]ransactions between members are in most instances verbal, and as they amount to millions of dollars in value daily, confidence in each other is imperative. Commercial banks were therefore excluded though investment bankers could become members. (...). This meant that integrated finance houses developed in the major financial centres, spanning both the issue and retailing of securities and subsequent trading on the stock exchange, but not deposit banking and commercial lending. Consequently, in

1.2.1.2 A bank holding company

O conceito de *bank holding company* (Companhias Financeiras Mistas) refere-se a uma pessoa jurídica que, não sendo formalmente uma entidade regulada (era assim até à GFC), no caso um intermediário bancário, detém uma participação societária numa entidade sujeita a regulação.

Não estando sujeito a regulação, este ente não teria limites, por exemplo de alavancagem. No entanto, naturalmente, a sua condução tem efeitos importantes sobre a instituição regulada. Por conta dessa regulação, por exemplo nos EUA, a existência destas instituições não foi permitida durante bastante tempo (tendo cessado essa proibição).

Este ente, desempenha um papel fundamental de ponte entre o mercado de intermediação bancária e não-bancária. Não por acaso, como se verá, um aspeto importante da intervenção que serviu de resposta à GFC passou por formalmente incluir estas entidades no perímetro de supervisão (passando a ser entes sujeitos a algum nível de intervenção). A já referida figura do banco de investimento (que difere dos bancos comerciais por não realizar os serviços de depósito e por ser autorizado a atuar nos mercados de valores mobiliários), foi especialmente importante para essas interações.

1.2.1.3 Os bancos centrais, as instituições de garantias de depósitos e os demais reguladores

Ainda que a importância relativa dos bancos centrais tenha aumentado (e assim permanecido até à atualidade) como resposta à Grande Depressão, a ideia de um banco central não nasceu nesse contexto específico. De facto, até a sua construção como entidade pública (no sentido de exercer funções públicas, mesmo não sendo um ente público) é anterior a esse evento. Vejamos.

Primeiro, porque os bancos centrais não públicos foram criados no século XVIII para satisfazer as necessidades da dívida pública²⁴. Toda a promoção destas entidades foi

Germany, Britain, France, and the United States a combination of legislation and stock exchange rules had important repercussions for the structure and organization of the entire financial system.” MICHIE, RANALD G. (2006), Pág. 140.

²⁴ “It took them until 1701 before they obtained the money owed. William III’s masterstroke came with the formation of the Bank of England in 1694. It was not the formation of the bank that was novel, but its purpose. It was the intention of the Bank of England to lend its entire capital of £1.2 million to the British government in perpetuity in return for a guaranteed interest of 8% per annum. Investors were presented with the

patrocinada pelos soberanos, dispostos a ter um intermediário financeiro capaz de comprar dívida soberana para financiar, principalmente, os esforços de guerra. Só durante o século XX foram os bancos centrais nacionalizados e tornaram-se entidades de direito público.

Portanto, a atual autoridade governamental não surge apenas de uma ideia ou necessidade do mercado; mas evoluiu, acima de tudo, o reflexo do exercício da soberania política e económica pelo Estado²⁵. A tentativa de controlo da economia e das finanças pelo soberano. Esta ideia é fundamental, e continua a estar presente.

Em segundo lugar, a função dos bancos centrais para atuar como credores de último recurso (*Lender of Last Resort*) apareceu no século XIX. Walter Bagehot introduziu este conceito, reconhecendo a natureza pública de algumas funções de um ente privado (neste caso, o Banco de Inglaterra). Essas funções, proporcionadas pela forma como estava organizado o mercado, foram extensivamente aprofundadas e utilizadas para permitir o comando governamental do controlo da economia (condução da política monetária e cambial). Mesmo correspondendo a uma prática de mercado, a importância especial que o banco central detinha resultava de motivos políticos.

O banco central é hoje o principal ator de condução da política macroeconómica do Estado²⁶, tendo se tornado a principal *clearinghouse* do sistema de intermediação bancária, e com isso do sistema financeiro. Ainda hoje afeta e controla diretamente o sistema bancário e, indiretamente, o resto dos mercados financeiros.. Antes, os bancos detinham grande

opportunity of participating in an enterprise that would not only enter the potentially profitable world of banking, with guaranteed business from the government, but also a return of 8% on their money, with some reduction for the expenses of running the company. As individual investors they would have little bargaining power with the government if a default threatened or took place but, collectively, as an institution, their power was immense. In essence, the creation of the Bank of England combined in one institution the attractions of the Dutch East India Company and Dutch government borrowing, which had done so much to foster the development of the Amsterdam securities market.” . Idem, ibidem, Pág. 29.

²⁵ “Historically, central banks have not been the result of any natural market evolution but rather the logical step for governments wishing to raise revenue (particularly for war) through monopolized note issue and inflation, and for bankers wishing to capture the profits from a government-protected cartel (V. Smith 1990, pp. 168-69; and Dowd 1989, p. 32).”. HORWITZ, STEVEN (1992), Pág. 121.

²⁶ “Stripped to its core, a central bank is the sole institution in a country with the power to borrow from banks in the form of reserves while committing to exchange these reserves on par with banknotes that the central bank can freely issue. More broadly, the central bank can choose some policy instruments that it controls directly, as well as a set of announcements about its knowledge of the economy or future policy intentions. Designing the central bank then consists of specifying three elements: First is the objective function, which comes from somewhere or someone, and includes only a few macroeconomic variables, which serve as goals for the central bank, potentially at different horizons, matching the small set of instruments at its disposal. Second, the central bank faces a resource constraint, limiting both its ability to distribute dividends as well as the set of policies that it can pursue. Third, there is a set of equilibrium constraints mapping policy actions and announcements onto the simultaneous evolution of private agents’ beliefs and macroeconomic outcomes, so that commitments by the central bank and transparency about its future intentions can have an effect right away.”. REIS, RICARDO (2013), Pág. 18.

importância fática, mas não estavam inseridos num sistema de bancos centrais como atualmente. A cooptação do poder político a esta organização institucional não é um pormenor irrelevante.

A par dos bancos centrais, que desempenham principalmente funções económicas, existe normalmente um órgão responsável pela regulação das atividades dos intermediários bancários. Essas autoridades organizam-se, usualmente como agências independentes (como é o caso dos EUA, da UE e da China) ou através de departamentos instalados na organização do próprio banco central (caso de Portugal).

Em último lugar deve ser referida a existência de entidades de garantias de depósitos. Como se verá, estas instituições nasceram da resposta à Grande Depressão. Tinham como objetivo evitar corridas aos depósitos bancários. Atualmente mantém essa função, e desenvolvem um papel fundamental nas situações de intervenção ou resolução de intermediários bancários.

1.2.2 A intermediação não-bancária

As origens dos mercados de valores mobiliários podem ser rastreadas até à Itália medieval²⁷ e aos Países Baixos²⁸. Nesses mercados, pode ser identificada a atuação de intermediários financeiros, como os corretores²⁹ e os *dealers*³⁰.

²⁷ “The origins of the modern global securities market lie in medieval Italy where in the city states of Venice, Genoa, and Florence new financial arrangements emerged out of a growing trade between East and West. Advances included such developments as deposit banking, marine insurance, bills of exchange, joint stock companies, and transferable securities. An embryonic market in securities was created that extended beyond any specific location, in response to the financial requirements of both borrowers and investors, and to the need to make and receive payments over long distances. If a particular event can be taken to represent the beginnings of the global securities market it was the forced loan that Venice imposed on its inhabitants in 1171–2.”. MICHIE, RANALD G. (2006), Pág. 17.

²⁸ “Consequently, an active securities market developed in Amsterdam as much in response to the needs of investors for a liquid asset as to provide the capital for long-distance trade and shipping. Traditional methods of finance could and did provide the capital required but the VOC moved the whole operation onto a much higher plain. In turn, the shares issued fostered the development of an active securities market in terms of technique of operation and specialist intermediaries as buying and selling was driven by both speculators and investors. Consequently, it was out of the private initiative of the Dutch East India Company that the global securities market began to take on its modern form.”. Idem, ibidem, Pág. 26.

²⁹ Em Itália: “The resulting sustained turnover meant that there was sufficient business to make it worthwhile for bankers and others to act as brokers and so offer an intermediary service to investors. In turn, the existence of these intermediaries and the market they maintained meant that investors and speculators could be reasonably confident that they could resell the bonds they had purchased, so encouraging them to invest in the first place.”. Idem, ibidem, Pág. 18.

³⁰ Nos Países Baixos: “There also existed specialist intermediaries (rescounters) who could meet any deficiency in the supply of shares either from their own holdings or by anticipating purchase in the market before

Esses outros intermediários financeiros existiam, juntamente com os intermediários bancários, nos mercados financeiros. Atuavam principalmente em mercados de valores mobiliários, mesmo antes ou ao mesmo tempo em que as entidades bancárias eram criadas. Estes intermediários desempenhavam um papel crucial no desenvolvimento e operação dos mercados em que atuavam. Estes mercados sobreviveram aos bancos (e ao aumento de eficiência que estes traziam, como acima identificado), e não se limitaram a desempenhar funções complementares às dos bancos (especialmente na atribuição de crédito a entes soberanos)³¹. Também serviram de ponto de investimento onde os bancos aplicavam em ativos de crédito os recursos absorvidos nos depósitos³².

A sua importância é muito grande, até aos dias de hoje. A sua complexidade é relevante. Nesse sentido confessa-se, desde já, que esta tentativa de descrição é incompleta. As formas (contratuais e institucionais) são variadas e diversas. Por isso se foca nas estruturas e entidades mais importantes.

1.2.2.1 Os corretores e os *dealers*

Corretores e *dealers* são empresas de investimento especializadas que recebem e executam encomendas em nome dos seus clientes. A sua natureza, estatuto e organização jurídica difere, naturalmente, de jurisdição para jurisdição.

A diferença entre um corretor e um *dealer* é que o corretor é puramente um intermediário. Isto significa que o corretor apenas toma a ordem do seu cliente e executa-a. A sua remuneração vem da taxa que recebe por esse serviço.

the settlement date. Finally, most though not all trading took place through a small group of largely Jewish brokers, who both acted for investors and dealt on their own account, so helping to ensure that the market was a highly liquid one. Idem, ibidem, Pág. 27.

³¹ “During the eighteenth century the global securities market grew in size and importance, with stock exchanges being established in several major European financial centres and in the 1780s extending overseas to the newly independent United States. The basis of this market remained government debt created for military purposes, whether for the incessant conflicts within Europe or the expenses incurred in gaining independence from colonial masters, as in the case of the United States.”. Idem, ibidem, Pág. 38.

³² “The London securities market served the needs not only of the long-term investor but also of merchants and banks with spare money to employ. The rising number of banks contributed enormously to activity. Either by investing their idle balances directly in government or allied debt or by lending to those that did, banks increasingly provided the funds that underpinned the growth of the securities market. (...) Without such a market and its increasingly sophisticated operations, the risk involved in holding permanent debt with near liquid funds would not have been sustainable. The London securities market was thus an integral part of the evolving financial system, contributing particularly to the growth of a national money market and to the development of banking.”. Idem, ibidem, Pág. 44 e 45.

No entanto, o *dealer* desempenha um papel acrescido, uma vez que este intermediário tem a sua própria carteira de títulos. O *dealer* não executa apenas as ordens dos seus clientes. O *dealer* também opera a compra e venda de instrumentos financeiros, e espera obter lucro com a posse e gestão dessa carteira. Fá-lo operando em posições opostas: assim, a título de exemplo, quando um cliente pretende vender um ativo financeiro o *dealer* compra-o. Em seguida buscará um cliente desejando efetuar a operação contrária. A sua remuneração vem principalmente de uma margem entre o valor pago na aquisição do ativo e o valor recebido pela operação contrária. Através deste mecanismo, os *dealers* fornecem ao mercado “liquidez” diária aos mercados de intermediação não-bancária, o que é um bem valioso para o mercado³³ mas sujeito a objetivos especulativos.

1.2.2.2 Os veículos de investimento coletivo

Vale a pena mencionar os veículos de investimento coletivo pela sua importância atual. Não se trata de uma entidade jurídica, mas de um repositório de ativos agrupados que são aplicados através do suporte e parecer de certos especialistas (prestadores de serviços contratados para esse fim específico, consultores financeiros, advogados, contabilistas, entre outros) que, na sequência do objetivo do veículo, irão investir o grupo de bens em atividades e ativos pré-determinados (através de um regulamento onde as orientações de política de investimento e tipo de ativos adquiridos está determinada).

Estes veículos nada mais são do que um complexo de contratos, que ainda assim se confundem com entidades jurídicas. Organizam-se frequentemente na forma de *trusts*, reforçando esta observação.

Desempenham algumas das mesmas funções económicas que os corretores, os concessionários e os bancos fornecem. Já se viu, acima, o exemplo dos *Money Market Funds* cujas cotas desempenham a mesma função económica dos depósitos dos intermediários bancários. Da mesma forma, fazem transformação de maturidade (ao investir recursos de poupadores em ativos de crédito).

³³ “What stops it, without any ‘intervention’, is that some of the dealers (granted that they are professional dealers) start to look further forward, and discover that they can make a very reliable profit just by holding on. They introduce, in doing so, a little solidity. It is not enough to prevent the market being very unstable, but it is enough to prevent complete collapse.” HICKS, J. R. (1989), Pág. 71.

1.2.2.3 As infraestruturas de mercado

Historicamente, a infraestrutura de mercado mais importante é a bolsa de valores. Este era um ambiente de autorregulação, normalmente formado por um conjunto de participantes (corretores). Era neste ambiente que se davam as transações e a respetiva liquidação.

A sua importância continua grande para os mercados de ações; mas diminuiu desde a Grande Depressão à GFC. Como se verá, nesse período ganhou importância o mercado OTC. Este mercado ocorre num ambiente desregulado.

Recentemente, como se verá no capítulo 5, foi feito um esforço para trazer as atividades do mercado de OTC de volta para um ambiente mais institucionalidade, reforçando o papel destas entidades como formadores da infraestrutura de mercado. A negociação de derivados em ambiente de CCP é um exemplo paradigmático desse esforço.

1.2.2.4 Os reguladores da intermediação não-bancária

Os entes responsáveis pela regulação do mercado de valores mobiliários são as agências legalmente criadas para esse fim (ex. a CMVM, em Portugal, a SEC nos EUA ou a CVM no Brasil). Estes agentes públicos regulam uma parte dos mercados financeiros (aquele que está para além da intermediação bancária); regulando também, onde seja possível (por exemplo, no Brasil ou em Portugal), os intermediários bancários nas suas atividades nos mercados de intermediação não-bancária.

Até à GFC, o seu papel era substancialmente diferente daquele que os bancos centrais têm desempenhado, focando-se especialmente na regulação da conduta dos agentes. Como se verá no capítulo V, o seu papel alterou-se materialmente em consequência da resposta à GFC.

A atuação destas entidades faz-se em relação a toda a venda de valores mobiliários. Estende-se, portanto, às negociações em bolsa de valores, *clearinghouses*, outras infraestruturas de mercado e/ou até no mercado de OTC.

1.3 Evolução histórica dos serviços de intermediação financeira

Numa nota geral, pode dizer-se que a divisão com base nos dois tipos de intermediários nos mercados financeiros não existia, embora hoje seja comum. Os motivos para essa divisão encontram-se como se verá, na resposta à Grande Depressão. É útil, por esse motivo e antes de

entrar nas características contemporâneas desses mercados, rever como estes mercados evoluíram na história. Através deste exercício, será possível compreender melhor os desenvolvimentos do mercado da década de 1970/1980 até à GFC; e da GFC até à atualidade.

1.3.1 Evolução até 1850

Os mercados financeiros são identificáveis mesmo nos tempos da antiguidade. Os intermediários financeiros existiam e prestavam serviços financeiros antes da invenção dos intermediários bancários ou dos mercados de intermediação não-bancária como os conhecemos hoje. Inclusive, tais serviços eram até prestados por instituições religiosas³⁴. Há provas de que tanto o povo judeu como o povo romano tinham mercados organizados de serviços de intermediação financeira³⁵.

No entanto, um sistema financeiro reconhecível (em relação aos dias de hoje) só pode ser rastreado na era medieval e no renascimento, quando as transações comerciais na Europa exigiam algum tipo de intermediação financeira (como já detalhado). O crescimento do comércio internacional e a necessidade de executar pagamentos justificaram a origem desse sistema financeiro embrionário. Adicionalmente, a necessidade de os soberanos angariarem fundos para os seus esforços de guerra permitiu a criação de um mercado de mobilização de poupanças dos agentes superavitários distinto da intermediação bancária. O papel destes soberanos na criação de mercados financeiros é notável. As suas necessidades de aumento da dívida encontraram a correspondente procura por mobilização útil de reservas³⁶.

Estas obrigações, emitidas pelos soberanos, eram negociáveis no mercado. Tais características tornaram-nos atraentes para intermediários como os bancos. Estas obrigações eram o ativo perfeito para aplicar os seus depósitos porque podiam ser revendidos no mercado (secundário) sempre que fosse necessária liquidez para o pagamento de depósitos. A

³⁴ “As already noted, the concept or doctrine of political sovereignty entered the literature of political science in the sixteenth century, thousands of years after the concept of monetary sovereignty had been proclaimed by the rulers or priesthood of the ancient theocracies.” MUNDELL, ROBERT A. (2002), Pág. 130.

³⁵ “There is some evidence of fractional reserve banking in the Hellenistic and Roman worlds, as well as in Jewish practice. Nonetheless, the historical development of fractional reserve banking remains shrouded, and it seems fair to say that its modern practice developed in Spain and northern Italy in the Middle Ages and then took off in seventeenth-century London. In other words, the development of banks as institutions offering both safekeeping and loans is a fairly recent development.” LEVITIN, ADAM J. (2016), Pág. 369 e 370.

³⁶ “What is most remarkable about the early development of the securities market is the role played by governments and their need for finance due to the turbulent nature of medieval and early modern Europe. Through the creation of transferable long-term debt upon which interest was paid governments could access funds that would, in all probability, otherwise lie idle.” MICHIE, RANALD G. (2006), Pág. 35.

disponibilização desta liquidez (fluidez) era uma tarefa partilhada simultaneamente pelos bancos e por outros intermediários financeiros especializados³⁷. Dito isto, a intermediação não-bancária e a intermediação bancária, apesar de diferentes, eram profundamente interligadas e, até, complementares. Os bancos eram uma entidade mais sofisticada mas, e ainda assim, outro participante nas transações dos mercados financeiros.

A utilização destas obrigações permitiu o aumento das transações da economia real, alimentando o crescimento importante dos mercados financeiros. Assim, durante os séculos XVII e XVIII, os intermediários financeiros não-bancários continuaram a desempenhar um papel cada vez mais relevante (e ainda que os intermediários bancários fossem a base do sistema). Estes serviços foram cruciais para patrocinar as dispendiosas expedições comerciais da expansão europeia. O financiamento destas expedições nos Países Baixos, por exemplo, foi feito através da emissão de títulos de ações no mercado.

O mercado evoluiu sob este racional até 1850³⁸. A procura de financiamento provinha principalmente das necessidades dos soberanos, do financiamento de empreendimentos empresariais (ex. expedições) e das atividades de comércio. O mercado de intermediação não-bancária especializou-se a financiar as necessidades de longo prazo do mercado, com mais risco (principalmente a dívida pública); enquanto os intermediários bancários se especializaram na oferta de depósitos e em prover financiamento de curto prazo para o comércio, com menos risco³⁹. Por conseguinte, as duas atividades e intermediários coexistiram como subunidades

³⁷ Este é o caso desde a formação dos mercados financeiros: “Other investors saw in transferable securities not some form of permanent investment but a temporary home for idle funds. Merchants and bankers, in particular, were eager to employ such funds by either buying securities for their yield or lending to those that did, knowing that the securities could be sold when funds were required. To do so, however, required the existence of a market where such transactions could be quickly and cheaply carried out, with specialist intermediaries ready not only to execute orders but to take risks by providing a willing counter-party for every deal. By buying for cash and selling for time a merchant or banker could employ their spare funds profitably on a relatively risk free basis, and receive a modest profit as a result.”. Idem, ibidem, Pág. 36.

³⁸ “However, securities markets had not yet become central elements of national and international financial systems. The securities traded remained, overwhelmingly, the product of wars and indebtedness rather than the finance of economic growth and the creation of prosperity. As such, securities remained of tangential importance within a world where self-finance and bank credit were central. The growth in the volume of corporate stocks and bonds in circulation was largely confined to Britain and the United States, where securities markets were more responsive to the needs of brokers. Nevertheless, the huge size of national debts continued to dominate the major markets of London and Paris.”. Idem, ibidem, Pág. 73..

³⁹ “From the mid-nineteenth century especially, what characterized advanced economies were infrastructure developments, particularly the growth of urban areas and permanent transport links. Though being capital-intensive in nature many of these infrastructure developments could continue to be financed on an individual or incremental basis. The urban housing stock, for instance, could be gradually built up in response to (p.74) demand without the need for a large initial investment. Thus, it had no need to tap securities markets for finance. However, others could not be provided in this way, such as gas and water supply and, especially, canal and railway networks. In these cases a relatively complete system was required if sufficient customers were to be

especializadas dos mercados financeiros. Continuaram a complementar e a cooperar nas suas atividades.

1.3.2 Evolução de 1850 a 1914

Após 1850 a natureza e a importância dos mercados de valores mobiliários se modificou e aumentou. A primeira mudança principal foi a perda de importância da dívida pública como principal ativo nos mercados financeiros. Os esforços de guerra no período anterior aumentaram os *stocks* de dívida pública. Por conseguinte, no período histórico subsequente, não havia muito espaço para a continuação do seu crescimento. No entanto, estes ativos eram utilizados em transações financeiras diárias. Os intermediários financeiros tiveram de procurar outras atividades económicas que pudessem justificar a emissão valores mobiliários transacionáveis, e que desempenhassem a mesma função dos títulos de dívida pública⁴⁰.

A busca e desenvolvimento de uma fonte alternativa de procura de financiamento é, assim, o segundo desenvolvimento neste período. Mais uma vez, os intermediários financeiros utilizaram estes títulos na sua gestão de investimento (aplicação de depósitos). Precisavam de procurar alternativas, e os títulos associados à construção ferroviária foram os melhores substitutos da dívida pública. Esses títulos compartilhavam algumas características com aqueles: também estabeleciam um fluxo de receitas previsível, tal como os fluxos de dívida pública; e eram emitidos a longo prazo. Esta descoberta evoluiu naturalmente para o passo seguinte, que foi a expansão do financiamento para outras atividades empresariais com características semelhantes. Na prática, permitindo a criação de um mercado de títulos corporativos.

Esta alteração modificou decisivamente o papel dos mercados financeiros nas atividades económicas. Os mercados financeiros, cuja oferta era principalmente para atender às

carried and profits made. A large initial investment was essential, with only a promise of future payment of a regular income as an attraction. Infrastructure projects of this kind were beyond the capabilities of individuals operating alone or in small groups. Equally, the long-term nature of the investment, with no repayment possible for many years, placed such projects outside the scope of banks operating on short-term deposits and credit.”. Idem, ibidem, Pág. 73 e 74.

⁴⁰ *“Deprived of the debt of the national government, and shaken by state defaults, banks shifted in the 1840s to lending money using railroad stocks and bonds as collateral. As this became more common New York gradually became the leading market for railroad securities as those holding them could more easily and cheaply finance their positions there than elsewhere. There thus developed in New York a strong relationship between the call money market and the trading in railroad stocks, whereas in other financial centres such as London, Paris, and Amsterdam the links were more with the market in government debt.”*. Idem, ibidem, Pág. 79 e 74.

necessidades da dívida pública, no período anterior, serviram ativamente o propósito do desenvolvimento económico, no período subsequente⁴¹.

Uma terceira alteração observada neste período foi o aumento da interligação dos mercados financeiros e dos bancos. No período anterior, os bancos já utilizavam títulos como garantia sobre crédito concedido. No entanto, neste novo período, o uso dos títulos tornou-se comum nos mercados monetários. Os mercados monetários estavam no centro das atividades dos intermediários bancários, por ser neste mercado que os bancos obtinham o seu financiamento ou gerem as suas reservas. Os títulos de valores mobiliários (ações, *bonds*, etc.) eram úteis para serem utilizados pelos bancos como garantia nas suas operações: aplicavam depósitos em obrigações (ativos de longo prazo), mas poderiam obter liquidez imediata se os depósitos (passivos de curto prazo) fossem levantados pelos seus titulares. Esse uso representou outra ligação entre a intermediação bancária e as outras formas de intermediação financeira⁴². Por causa desse intercâmbio, as condições nos mercados de intermediação bancária e não-bancária passaram a influenciar-se mutuamente⁴³.

A quarta alteração neste período foi a internacionalização dos mercados financeiros. Quando os mercados financeiros expandiram o seu foco, passando a não estar limitados apenas

⁴¹ “In the second-half of the nineteenth century securities therefore grew in importance as a proportion of national assets around the world, and the uses to which these securities were put contributed significantly to economic growth. In some developed economies such as Germany, Austria-Hungary, and adjoining countries securities were largely confined to the finance of government, railways, and banks, with their direct role in railways actually declining in the late nineteenth century due to state ownership. In Britain, its Empire, and the US securities played a more general role slowly moving out of (p.93) the traditional areas of government, infrastructure, and financial services. In many less developed economies such as Russia, Japan, and India securities played a more dynamic role making up for a shortage of personal savings and bank lending to finance large new economic activities. Throughout the world, including many poorly developed regions, securities—though still relatively few—were vital in providing the finance for the extraction of previously hidden natural resources, especially minerals. Above all, the principal achievement of the growing use of securities between 1850 and 1900 was the ability to finance a transformation in the world's transport system that both opened up the interior of entire continents for economic development and permitted a global economy to operate in terms of the mobility of people, capital, manufactures, commodities, and services.”. Idem, ibidem, Pág. 92 e 93.

⁴² “The marketability and mobility that stock exchanges gave to the largest and most widely held securities made these as much instruments of the money market as of the capital market. Though governments and companies issued securities that were either irredeemable or only matured at a distinct date in the future, the ease of transfer in organized markets meant that they were also attractive short-term investments. Consequently, financial intermediaries like banks and insurance companies could employ temporarily idle funds in such securities, because of the return they offered, in confidence that a sale could be made when required. In turn, the constant demand by those responding to money market conditions drove turnover on the principal stock exchange of each country, and in the main money market centres such as London, Paris, and New York which attracted idle funds on a global scale. In these centres lending short-term to those holding long-term securities became a common practice among bankers as a way of keeping funds liquid and ready for repayment or use whilst still earning some kind of return.”. Idem, ibidem, Pág. 116.

⁴³ “Securities markets were also very responsive to changing conditions within the money markets. If money market conditions tightened, for instance, banks called in loans and lent less, leading to sales of securities which forced alterations in prices not only in the local market but internationally, depending on the severity of the squeeze.”. Idem, ibidem, Pág. 117.

à procura de dívida pública, os seus limites geográficos também mudaram. Toda esta flexibilidade só foi permitida pelas melhorias tecnológicas nas comunicações ocorridas à época, o que permitiu aos investidores e aos intermediários participar em mercados financeiros estrangeiros. Os mercados nacionais tornaram-se integrados internacionalmente⁴⁴.

O século XIX assistiu a uma profunda modificação na natureza, no papel e na extensão dos mercados financeiros. Alterando o paradigma dos últimos 4 séculos. Ao chegar à primeira década de 1900, a paisagem dos mercados financeiros tinha mudado decisivamente e de forma radical⁴⁵. O sistema financeiro havia mudado quanto à natureza dos títulos detidos pelos investidores, no carácter internacional (e não mais apenas nacional) das suas atividades, na interligação dos seus mercados e na sua importância para a disponibilidade de atividades económicas mais complexas⁴⁶. Como já foi referido, por esta altura os intermediários bancários eram historicamente o centro do sistema. No entanto, à volta dos vários sistemas bancários mundiais, gravitavam atividades de intermediação não-bancária. Ao final, e com esta interconexão, os projetos estavam a ser financiados, numa parte maior ou menor, por todos os tipos de intermediários financeiros (bancários e não-bancários)⁴⁷.

⁴⁴ “1850 marks a crucial stage in the development of a truly global securities market. Securities moved out of the realm of government debt and entered the mainstream of economic activity, becoming increasingly central to the processes whereby business obtained finance, banks balanced risk and return, and investors employed their savings. Not confined to national boundaries, this transformation became a worldwide phenomenon. By 1900 no continent was immune from the reach of securities and the markets that served them. National securities markets became integrated into an international network that was far deeper and broader than anything previously achieved. The revolution in communications conquered the problem of distance that had always existed when the only mode of contact was physical transport. With the development of the telegraph distant financial centres could be linked through messages that flowed back and forth in minutes rather than days and weeks, or even months. (...) By 1900 the world possessed an integrated and functioning global securities market benefiting from an international communication network, a mass of easily transferable stocks and bonds, the existence of organized markets, and a minimum of government-imposed barriers at home or abroad.”. Idem, *ibidem*, Pág. 83.

⁴⁵ “The global securities market of 1900 was fundamentally different from what had existed in the past. This was revolution not evolution.”. Idem, *ibidem*, Pág. 118.

⁴⁶ “Though far from being the universal means through which government and business raised funds or people employed their savings, securities had achieved a high level of penetration among the most sophisticated borrowers and investors. Internationally, securities markets were instrumental in the worldwide movement of funds that provided the finance for major infrastructure projects and the development of the earth's minerals and oil. The operation of both money and capital markets, and the smooth functioning of banking systems, had become heavily dependent on the liquidity that securities markets provided. It was only through the constant buying and selling on securities markets around the world that an overall balance was achieved in the innumerable transactions taking place within an increasingly complex world economy.”. Idem, *ibidem*, Pág. 119.

⁴⁷ “Consequently, by the early twentieth century there existed a variety of banks and banking systems around the world with some more involved in providing long-term finance than others. Whatever the banking system, though, securities came to play a role of increasing importance. Banks simply did not have sufficient funds to finance all economic activities, especially those requiring large amounts for the long term. By 1913 there existed an estimated \$158 billion in securities. In contrast, the total deposits held by commercial and savings banks across the world came to \$43 billion. Even if all these deposits had been applied to the investments represented by securities they would have covered only a quarter of the total.22 Thus, there was no alternative to securities for

Outro aspeto importante da organização institucional dos mercados, foi a forma como um sistema de vários centros financeiros se estabeleceu. Nesta época, Londres era o mais importante; seguida, num segundo nível, por Paris e Nova Iorque, e; depois, em terceiro grau, de outros centros financeiros regionais, como Berlim. O foco das atividades de cada um destes mercados diferia: uns tendo uma atividade marcadamente internacional, enquanto outros atendiam a necessidades nacionais. O que é certo, no entanto, é que todos funcionavam como uma rede interligada e hierárquica, correspondente à importância das diferentes jurisdições⁴⁸.

Do ponto de vista regulatório, no entanto, pouco mudou em comparação com o período anterior. Como se viu, as bolsas de valores, os intermediários não-bancários e os bancos eram um negócio privado e, em regra, não se via qualquer intervenção pública nos mercados. A bolsa de valores não era regulada com grande extensão; enquanto os bancos, embora ligeiramente mais regulados (uma vez que alguns requisitos para a concessão e manutenção da carta de incorporação eram normalmente exigidos), podiam desenvolver a sua atividade livremente e sujeito apenas à direção dos seus administradores e proprietários. Os governos só intervinham esporadicamente nos mercados, em consequência da explosão de alguma bolha especulativa. Esta foi a tendência geral verificada, sem prejuízo de que, pontualmente e em jurisdições determinadas, a intensidade da intervenção do governo nos mercados fosse maior (e até deixasse uma marca, vista ainda hoje, na forma como o mercado financeiro se estruturou, desenvolveu e organizou).⁴⁹.

governments, railways, and utilities and for a growing range of other economic activities. Banks themselves were among the most prominent businesses to raise the finance they required through the issue of stocks and bonds. Furthermore, an ever-closer relationship was growing between banks and securities markets, whatever the type of bank in existence. Instead of banks providing business with long-term capital, and risking collapse if there were sudden withdrawals by depositors, they could lend to investors, using securities as collateral. If these loans had to be recalled, as in a financial crisis, this could be easily done through the investor either obtaining alternative funds by borrowing elsewhere or by selling the securities in the marketplace to another with funds available.”. Idem, ibidem, Pág. 129.

⁴⁸ *“The operations of numerous national securities markets were strongly influenced both by the general activities of the financial centre within which they were located and by fluctuations and developments within the global securities market. There evolved a hierarchy of stock exchanges reflecting not only size but also position with the global network. These ranged from London, which was heavily international, through St Petersburg, which was national, to the growing number of stock exchanges serving specific localities and industries. With this large mass of mobile stocks and bonds and the existence of international networks of contacts, facilitated by rapid communications, there now existed a truly global securities market. This, in turn, required particular centres from which business flowed or towards which it was directed. The London Stock Exchange in particular, and the Paris and later New York stock exchanges to a lesser degree, fulfilled this role.”. Idem, ibidem, Pág. 115.*

⁴⁹ *“The emergence of this closed market in securities represented both an end to one evolutionary process, related to the mechanisms and techniques whereby stocks and shares were bought and sold, and the beginning of another that now included the control, distribution, and exercise of power and authority. What made it different from the establishment of the Paris Bourse some 80 years before was that it grew out of a requirement for self-regulation by those in the market rather than a government attempt to control and restrict. As such the rules and*

Mas havia alguma regulamentação. Apenas não imposta por um regulador externo, mas antes pelos esforços de autorregulação. Padrões autoimpostos e vinculativos por essa via da participação no mercado. Os membros da bolsa determinam as suas próprias regras para um comércio ordenado. Essas regras variavam entre a determinação das pessoas autorizadas até à sala de negociação, até às horas em que as transações poderiam ser feitas.

Esta era a situação até à Primeira Guerra Mundial⁵⁰, quando a I Grande Guerra Mundial e, depois, a Grande Depressão alteraram decisivamente a visão sobre os deveres de regulação e direção das atividades do mercado financeiro pelos Estados.

1.3.3 Evolução de 1914 a 1933

O período após a Primeira Guerra Mundial é o início de uma nova era nos mercados financeiros. Depois daquele evento histórico, os mercados financeiros voltaram a tornar-se principalmente nacionais, e bastante intervencionados pelo Estado. Como se o “génio tivesse saído da garrafa”, os controles impostos durante a guerra fizeram os governos perceber que poderiam intervir nos mercados. Mais do que isso, que tinham benefícios políticos em fazê-lo e, assim, já não foi possível fazer o “génio regressar à garrafa”⁵¹. Esta tendência manteve-se até por volta de 1970 (por exemplo, com a flutuação das taxas de câmbio após o fim de *Bretton*

regulations framed for the conduct of business reflected the needs of those in the market not those in government. This made a fundamental difference to the way the market was organized and how it developed.”. Idem, ibidem, Pág. 54.

⁵⁰ “As a result governments faced pressure from the public and the press to intervene when problems emerged, as in the aftermath of a speculative boom. Some responded to this but most left stock exchanges to police the securities market within a liberal economic environment. Although the role played by national governments had implications for the global securities market, the degree of state intervention at international level remained very low before 1914.”. Idem, ibidem, Pág. 120.

⁵¹ “Finally, a long-term consequence of the First World War was to greatly enhance the level of government intervention in securities markets. The suspension of trading and the subsequent gradual resumption of business under conditions controlled, supervised, or permitted by governments had made central bankers and treasury officials aware of the power they possessed over organized stock exchanges. Even after the termination of hostilities government intervention continued, if only as a means of policing the abuses that had characterized the pre-war years, whether it was the perceived evil of speculation or the more warranted problems associated with fraud, insider dealing and market manipulation. However, self-interest was also at work as governments, faced with a volatile foreign exchange situation and the need to finance huge debt overhangs from the war years, saw control over the securities market as one of the tools available to them. Consequently, there was no rapid return to the pre-war situation of unsupervised self-regulation, where it had prevailed. In Britain the government exercised informal control over the London Stock Exchange well into the 1920s, as it tried to cope with the international weakness of the £ sterling and the domestic need to refinance short-term borrowings. Similarly in Canada, under government influence, the self-regulation of the securities market was considerably tightened. Only in the United States was intervention not attempted, with the Capital Issues Committee, only formed after the United States entered the conflict in 1917, being discontinued in August 1919. States had long been active in maintaining orderly markets in continental Europe, and this was often translated into further controls during and after the war.”. Idem, ibidem, Pág. 165 e 166.

Woods; e com a inauguração do mercado *Eurodollar*), momento a partir do qual a integração financeira internacional foi progressivamente aumentando até alcançar um grau semelhante (que chegou a ultrapassar, de facto) àquela que se verificava até 1914.

Esse processo de regressão foi gradual. Começou quando a Primeira Guerra Mundial apanhou os mercados de surpresa. Essa surpresa dos investidores traduziu-se na instabilidade nos mercados financeiros internacionais e na necessidade de encerrar as negociações para evitar uma onda de falências de intermediários. Isto aconteceu não só nos mercados de países beligerantes, mas também em mercados de Estados não beligerantes (como Nova Iorque). Os esforços de guerra aumentaram a necessidade de financiamento do governo, que foi obtido através da emissão de títulos. Essas necessidades foram atendidas pela mobilização das poupanças disponíveis e captadas através de operações com o sistema financeiro local, e não através da captação internacional⁵². No final do conflito, a quota de intermediação nos mercados financeiros diminuiu; e o seu centro mudou para o outro lado do Atlântico, de Londres para Nova Iorque⁵³.

No rescaldo da guerra, naturalmente que persistiram desequilíbrios económicos. Especialmente nos Estados beligerantes, onde a utilização dos recursos havia sido dirigida para a continuação dos esforços de guerra. Foram utilizados grandes montantes de recursos nesse esforço não produtivo e o resultado dessa combinação de dívidas públicas consideráveis e investimentos não produtivos foi a pressão inflacionista que se seguiu, sentida durante a década subsequente. Os bancos foram significativamente afetados por este fenómeno, uma vez que os fluxos de caixa esperados das máquinas, instalações e *stocks* financiados não foram confirmados; e a garantia que comumente usavam (títulos de valores mobiliários) tinha perdido uma parte significativa do seu valor.

Neste ambiente, os mercados financeiros tornaram-se cada vez mais nacionais; e a perspectiva da estabilidade dos preços através da integração dos mercados internacionais

⁵² “The result was an enormous and rapid expansion in the supply of government bonds around the world. As most of these were issued and held domestically their existence contributed to the growth of national securities markets rather than the global market. However, trading in these national debts was relatively subdued as they were often bought and held by individual and institutional investors for patriotic reasons. Consequently, activity on many securities markets around the world remained low for most of the war years, even when the stock exchanges did reopen. Consequently, activity on many securities markets around the world remained low for most of the war years, even when the stock exchanges did reopen.”. Idem, ibidem, Pág. 160.

⁵³ “The consequences of the First World War for the global securities markets were profound and permanent. A major shift had occurred in the location of the central players in this market, with the greatly increased importance of the United States being only one of the most obvious consequences. However, it took time for a new balance to emerge, reflecting the diminished importance of London, Paris, and Berlin and the increased importance of New York, Amsterdam, and Tokyo.”. Idem, ibidem, Pág. 164.

desapareceu. Com as intervenções nos mercados, durante a Primeira Guerra Mundial, os governos ficaram cada vez mais conscientes de que essa ingestão era uma possibilidade disponível. Na necessidade de controlar e gerir os desafios económicos da pós-guerra (dívida pública, crise bancária, inflação, etc.), os governos encontraram o álibi perfeito para ficar nos mercados e regulá-los⁵⁴.

Os principais objetivos da intervenção governamental foram sobretudo geopolíticos. Nos anos seguintes à Primeira Guerra Mundial, as ideologias nacionalistas adquiriram uma importância acrescida, e os diferentes Estados procuram adaptar-se a essa tendência. Os mercados financeiros, naturalmente, também sofreram consequências deste facto. Na perspetiva dos governos e da defesa da soberania, o controlo dos bancos e das atividades financeiros é um aspeto importante. Isso garante o controlo (a soberania material) da autonomia financeira e económica. O controlo dos intermediários bancários, no entanto, não é suficiente: qualquer tentativa de controlo das atividades financeiras e económicas deveria incluir, também, o isolamento dos intermediários não-bancários das influências internacionais⁵⁵.

Neste ambiente, Nova Iorque adquiriu uma importância desproporcional no sistema financeiro internacional. Este centro financeiro beneficiou das consequências prejudiciais da

⁵⁴ “A more common response to these financial crisis was government control of some kind. Rampant speculation and bank collapses were seen as linked and so governments took steps to prevent the latter by checking the former. In Sweden much bank lending during the war had been to companies with securities as collateral. When the market began to fall in 1918 the banks faced serious trouble as the loans could not be repaid, the securities could not be sold, and depositors started to withdraw their money. Faced with a looming crisis the government began to regulate the stock exchange as early as 1919, and again after a series of crises between 1920 and 1923. It intervened to forcibly separate deposit and investment banking, believing that to be the root cause of the problem. Similar developments unfolded elsewhere in Europe, such as Spain and Norway, as well as further afield. In Japan steps were taken to separate investment and commercial banking after a financial crisis in 1927, whilst in 1925 the British government in India started to exert some control over the Bombay Stock Exchange. The Mexican government and then the Turkish government placed their stock exchanges under government control in 1928 and 1929 respectively. One long-term consequence of the First World War was thus a readiness among governments to intervene in their domestic securities markets when they felt threatened by crises.”. Idem, ibidem, Pág. 169

⁵⁵ “Faced with more pressing domestic problems governments frequently intervened to hamper the international mobility of securities and payments. Einzig probably reflected the prevailing thinking of the post-First World War governments in observing that ‘[a]lthough the existence of a certain amount of securities that have free access to several markets is desirable, an excessive amount of such international counters may endanger international monetary stability’. Here was ample justification for control rather than freedom. (...) It totally transformed the basis upon which the global securities market had operated before 1914. The integration of national securities markets was now hindered by government intervention, often aimed at restricting external access or discouraging foreign investment. There was a shortage of internationally mobile securities, as these had been largely liquidated and replaced by inter-allied debts that did not possess active markets in numerous financial centre (see Table 6.1). Finally, there was now a high degree of fragility inherent in both national and international financial systems leaving them highly vulnerable to any economic difficulties. Even alone each of these problems would have been a serious blow to the global securities market. Together they threatened its entire existence if it was not given the time and the freedom to adjust to the fundamentally different circumstances.”. Idem, ibidem, Pág. 167.

Primeira Guerra Mundial para os centros financeiros europeus, e da emissão de obrigações do governo dos EUA para financiar os seus esforços de guerra. Emitentes europeus olharam para o exterior, nos EUA, para buscar oportunidades rentáveis, estabilidade e evitar a intervenção dos seus governos nos mercados⁵⁶. A desproporcional importância de Nova Iorque foi, mais tarde, um fator de contágio da Grande Depressão, para os mercados nacionais de outras jurisdições.

Os infelizes acontecimentos económicos que acabaram na Grande Depressão podem ser explicados por três fatores. Em primeiro lugar, a utilização de valores mobiliários pelos bancos, para a obtenção de financiamento (*funding*)⁵⁷. Como visto antes, isto não era incomum. Pelo contrário, os bancos usavam frequentemente estes títulos transacionados no mercado de intermediação não-bancária como garantia, especialmente nos mercados monetários. Esta era a ligação mais importante entre a intermediação bancária e a intermediação não-bancária. Neste período, em algumas jurisdições, os governos estabeleceram limites a essas ligações. Os EUA, no entanto, não eram uma dessas jurisdições. Assim, existia um risco de que qualquer crise significativa na intermediação não-bancária viesse a afetar os bancos.

Um segundo fator foi a falta de integração nos mercados internacionais onde, no passado, as tensões seriam naturalmente reequilibradas pelos fluxos para outros centros financeiros⁵⁸. Bem como pela fragmentação nos mercados financeiros dos EUA, que não

⁵⁶ “In addition, foreign investors also flocked to New York to subscribe to the international issues that were no longer made in London and Paris because of explicit or implicit government controls.”. Idem, ibidem, Pág. 179.

⁵⁷ “The major US banks also played an active role. During the war they had become increasingly involved in selling Victory bonds to the public, with government support. Faced with a decline in lending in the 1920s the major New York banks sought alternative forms of business, one of which was selling bonds to the greatly enlarged investing public as well as lending extensively to those holding securities, whether financial intermediaries like brokers or individual investors. This function was officially sanctioned by the McFadden Act of 1927 which allowed national banks to issue bonds. A growing number of the largest commercial banks did just that either directly or through specialist subsidiaries. (...) At the same time loans with securities as collateral rose strongly during the 1920s. (...) Much of this went directly to members of the New York Stock Exchange who were borrowing extensively to finance both their own speculative operations and also those of their clients, who numbered 1.4 million by 1929. Members' borrowings, with securities provided as collateral, grew from \$1 billion on 1 January 1919 to \$3.5 billion on 1 February 1926 and then to \$8.5 billion on 1 October 1929. Inevitably, lending on this scale to support purchases of securities fostered a speculative boom, though the ratio of loans to the market value of securities remained constant between 1926 and 1929, indicating that it was speculative enthusiasm driven by constantly rising prices and easy money that lay behind the boom, rather than profligate credit from brokers.”. Idem, ibidem, Pág. 178.

⁵⁸ “However, the international financial system no longer possessed the fundamental equilibrium necessary to cope with the instability created by huge outflows and inflows of money in the absence of a large mass of securities capable of floating between highly integrated financial centres. The flows were too great and the means of cushioning them too small. Previously significant financial centres were no longer functioning adequately. Berlin and Vienna had been destroyed by war and hyperinflation. Paris had been crippled by war, defaults, and government restrictions and then contributed to undermining the international financial system as

permitiram ser substituto dos mercados internacionais. Os mercados de OTC competiam com as bolsas de valores e contribuía para essa fragmentação. O que acontece é que, uma vez que os aforradores estrangeiros não eram atraídos por esses títulos dos EUA, os mercados financeiros dos EUA dependiam fortemente dos seus próprios aforradores. Quando a crise ocorreu, nenhum outro fluxo veio do mercado externo para sustentar a procura e os preços dos ativos⁵⁹.

Por último, a crise foi também amplificada devido à falta de experiência das autoridades macroeconómicas dos EUA. Em dois aspetos principais correlacionados. Primeiro, a falta de capacidade do FED para controlar a criação de bolhas de ativos⁶⁰. Nos anos anteriores, as políticas do FED sobre as taxas de juro ofereceram os incentivos errados: em 1927, em vez de aumentar as taxas de juro para conter o crédito e a liquidez, o FED diminuiu as taxas de juro. Isto fazia parte de uma política deliberada de apoio às economias europeias e de manutenção da taxa de câmbio estável. Quando o FED reverteu a sua política, era demasiado tarde e a bolha dos ativos rebentou. Em segundo lugar, os bancos (incluindo os bancos europeus) detinham demasiada exposição à bolsa de Nova Iorque, onde transacionavam títulos de valores mobiliários à procura de lucros a curto prazo. Quando o sistema falhou, essa exposição também atingiu o sistema bancário (inclusivamente em países estrangeiros, e não apenas nos EUA).

Por conseguinte, não foi possível limitar a insolvência aos intermediários não-bancários. Pelo contrário, ante a exposição do sector bancário, o que se verificou nos EUA foi uma corrida aos depósitos bancários e a falência geral dos bancos⁶¹. Isto ocorreu entre 1930 e 1933. A

the instability of the franc drove short-term funds abroad in the early 1920s whilst its stabilization in the late 1920s attracted them back. London was weak throughout the 1920s due to the poor performance of the economy, the unrealistic valuation of sterling against the dollar, especially after the return to the gold standard in 1925, and the removal of the safety net provided by the vast holdings of dollar securities largely liquidated during the war. The result was a concentration of financial flows through New York in the 1920s as the only financial system capable of propping up the system.”. Idem, ibidem, Pág. 178.

⁵⁹ “Before the First World War US\$ stocks, such as those issued by the railroads, possessed an international market. However, that was not the position in the 1920s. US\$ stocks were largely held in the United States and few possessed an international market on the pre-war scale.”. Idem, ibidem, Pág. 182.

⁶⁰ “The Federal Reserve System had only come into being in 1913 and was less experienced in responding to periodic financial crises compared to the longer established European central banks. Even if it had been it is doubtful whether that would have made much difference given the magnitude of the crisis that began unfolding in 1929.”. Idem, ibidem, Pág. 178.

⁶¹ “Much more pervasive was the fact that banks were left holding both overvalued securities and loans with inadequate collateral and little prospect of repayment. Citibank alone had to accept losses of \$100million. Even worse were the implications for thousands of weaker banks. The failure of the Bank of the United States in December 1930, with deposits of \$200 million, was a major blow. Numerous small banks in the west and south were already in a fragile condition because of depressed agricultural conditions. A sequence of crises and banking collapses followed as depositors rushed to make withdrawals when the precarious situation of individual banks became known or rumoured. By the end of 1931 a total of 2,290 banks had failed in the United States with a further 1,450 in 1932. Savers were reluctant to trust banks. Banks restricted all types of investing and lending, concerned

natureza sistémica das relações entre os intermediários e a fragmentação no quadro institucional⁶² tornaram-se evidentes. A falência do sistema bancário não veio de uma só vez, mas sim em ondas. A queda de uma peça de dominó, em cada momento, teve consequências para outros bancos⁶³.

1.3.4 Evolução de 1933 a 1970

As graves consequências da Grande Depressão justificaram a interferência do Estado nas atividades financeiras (confirmando a tendência previamente existente). A especulação, a fragmentação do sistema e a falta de controlos governamentais foram identificados como as causas da turbulência financeira vivida e a destruição do sistema bancário⁶⁴. A intervenção tornou-se definitiva após os anos da Grande Depressão, e uma tendência para as próximas décadas.

Em jurisdições (por exemplos, os EUA) onde o sistema bancário estava mais interligado com o sector não-bancário do sistema financeiro os desequilíbrios foram mais claramente sentidos. Nos países europeus, onde os intermediários bancários foram usados precocemente para permitir um maior controlo governamental sobre o sistema financeiro, as consequências

to ensure a high level of liquidity in order to meet sudden panic withdrawals. This severe credit contraction created temporary but serious difficulties both within the United States and abroad given the high dependency upon US funds.”. Idem, ibidem, Pág. 184 e 185.

⁶² *“The situation was worsened by the instability of the US banking system due to legislative impediments to the creation of a nationwide branch banking system. Instead, there existed a vast number of individual banks that were aggressive in the pursuit of deposits and lending but lacked robustness in the face of financial difficulty. In any crisis it was inevitable that many of these banks would collapse, producing a contraction in the supply of credit and reversing any expansionary cycle.”. Idem, ibidem, Pág. 184.*

⁶³ *“It also indicates that the ramifications of the Wall Street Crash for the United States was made much worse by the nature of its banking system and its dependence on a call loan market focused on lending with stocks as collateral rather than the full range of securities, especially bonds. It was only in countries where similar conditions prevailed that the consequences of a stock market collapse were as serious.”. Idem, ibidem, Pág. 186 e 187.*

⁶⁴ *“Inevitably this government intervention was extended to securities markets as well as banks, given the widespread belief that speculative boom and collapse lay at the heart of the financial crises and economic depression. The precedent for such intervention already existed from the 1920s when a number of countries had acted to curb market exuberance after earlier crises. In particular, the problems associated with close links between banks and the securities markets had already been identified whilst the dangers of rampant speculation were well known. The Wall Street Crash created conditions where government intervention in financial systems was not only considered acceptable but was also demanded. by the public and by politicians of all political persuasions. Such demands had long existed and at times had produced results, as with the limitations placed on the pre-1914 securities market in Germany. However, before 1914 there had been a general tendency to leave financial markets alone, especially as the adverse consequences of intervention were well documented. Such a policy of benign neglect ended with the Wall Street Crash. By the mid-1930s governments across the world were imposing increasing control over national securities markets, mostly through the organized stock exchanges.”. Idem, ibidem, Pág. 190 e 191.*

nefastas desta interligação não eram tão claras. Não obstante, mesmo nos países europeus, a Grande Depressão surgiu como um motivo perfeito para alterar o grau de intervenção do Estado no sector financeiro. A intervenção do Estado veio alterar todo o propósito da intermediação financeira. A centralização estatal dos mercados financeiros fazia parte de um processo mais alargado, em que a economia (nela se incluindo os mercados financeiros) deveriam servir em primeiro lugar os objetivos dos Estados, e apenas em segundo lugar, as necessidades financeiras dos mercados⁶⁵. Este controlo não se limitava à intermediação bancária, mas também à atividade da intermediação não-bancária. E ocorreu tanto em democracias (como os EUA, com a Lei *Glass-Steagall Act*) como em países autoritários (como a Alemanha e a Itália, à época). Após a Grande Depressão ficou definitivamente desenhada uma separação clara, dentro do mercado financeiro, entre o mercado da atividade bancária e a atividade não-bancária⁶⁶.

⁶⁵ “The Wall Street Crash and its aftermath had forced governments to become more closely involved with their national financial systems in order to prevent a wholesale banking collapse. This was then followed by the widespread introduction of legislation in the 1930s aimed at controlling, directing, or regulating national financial systems. In Germany, Austria, and Italy the government took control of the entire system and reorganized it. Both banks and the stock exchange became servants of the state rather than responsive to the financial needs of the market economy. This was mirrored to a greater or lesser extent throughout the world. Countries as diverse as Argentina, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Mexico, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland, and the United States all experienced degrees of government intervention in the operation of their financial systems.”. Idem, *ibidem*, Pág. 190.

⁶⁶ “There was also an acceptance that the long-term effect on the securities market as a whole was unknown, but such was the desire for some kind of control that this was regarded as of minor importance.⁶² The result was a much more restrictive regime involving the separation of commercial and investment banking (*Glass-Steagall Act*, 1933) and the regulation of the stock exchange (*SEC*, 1934). These strictures were not just confined to New York and the New York Stock Exchange but applied nationwide. Though all US stock exchanges had operated on the rules and regulations of the New York Stock Exchange, as autonomous institutions they had been able to vary them as they wished, which they did regarding the securities they quoted, the members they admitted, and the charges they made. This ended with the acts of 1933 (p.193) and 1934. As William Douglas, Chairman of the SEC, commented in 1937: ‘Operating as private membership associations, exchanges have always administered their affairs in much the same manner as private clubs. For a business so vested with public interest, this traditional method has become archaic’.⁶³ A new order was now in place. With the enactment of the Securities Exchange Act of 1934, on June 6, 1934, the ‘New Deal’ legislators finally brought all the country’s stock exchanges under government supervision. This legislation marks the most important development in stock market practice in a century. It regulates not only the exchange as a body, but the practices of brokers and operators, and provides for the supervision of the broker–customer relationship.⁶⁴ This represented a triumph for all those who had long regarded as unacceptable the operation of a securities market unregulated by the rule of law. This triumph was confirmed in the Securities Exchange Act of 1938. The US Congress specifically rejected self-regulation as inadequate protection for investors and insisted instead on public scrutiny of every stock exchange’s rules and regulations and the overarching regulation of a government-appointed body. The self-regulated securities markets of the Anglo-American world were now converging with those of continental Europe where state regulation had long been important. This was a lasting legacy of the Wall Street Crash. A major consequence of these government controls on the operation of stock exchanges was to circumscribe the way they conducted business, and to reduce their attractions as markets. Securities markets, including stock exchanges, were continually evolving in response to change whilst the creation of fixed rules and regulations governing their conduct, embodied in law and enforced by a government appointed commission, made that change both slow and difficult. In contrast the unregulated OTC market could respond much more readily to the needs of both issuers of securities and investors as well as those who traded in stocks and bonds, and so increased its market share throughout the 1930s. By the end of the decade it was recognized that the cost of compliance with government-imposed stock market regulation was

Em suma, dois foram os principais legados da turbulência financeira da Grande Depressão. Em primeiro lugar, a confirmação dos controlos do Estado e a sua presença nos mercados (num sentido geral). Como se viu, até este período os mercados financeiros evoluíram sem qualquer regulamentação externa; e por iniciativa dos seus agentes. Apenas pontualmente o Estado intervinha temporariamente. Mas esta prática terminou neste período.

Pela sua importância global como modelo (especialmente após a Segunda Guerra Mundial, e até pelos menos à GFC na atualidade), vale a pena mencionar o novo quadro institucional dos EUA. O primeiro ato legislativo a este respeito foi o já mencionado *Glass-Steagal Act*, que reformou o sector bancário, em 1933. Este ato, entre outras providências, separou a banca de investimento e a banca comercial, regulou muitos produtos de depósitos e aumentou alguns requisitos de capital. No mesmo ano, o Congresso dos EUA também emitiu uma lei sobre a negociação de valores mobiliários (o *Securities Act*). Em 1934, o Congresso dos EUA emitiu o *Securities Exchange Act*, criando uma agência reguladora governamental, a SEC. Finalmente, em 1936, o Congresso dos EUA promulgou o *Commodities and Futures Exchange Act*, criando outra agência, a CFTC. Estas novas entidades reguladoras, e os seus esforços de regulação, vieram substituir ou, pelo menos, suplementar a função das bolsas no seu papel de autorregulação.

A segunda consequência foi a separação definitiva entre a intermediação bancária e a intermediação não-bancária. A negociação dos diferentes ativos financeiros ocorria num único lugar-comum (o mercado institucionalizado das bolsa de valores e das *clearinghouse*), entre diferentes intermediários interligados. Com esta separação, já não era esse o caso. Os bancos adquiriram um quadro institucional separado. Como já foi avançado, os bancos centrais públicos tornaram-se o centro de compensação do sistema bancário.

Este foi o maior exemplo de intervenção governamental. Esta é a regra metodológica ainda hoje utilizada nos mercados e na organização institucional, e por isso nesta investigação. A razão histórica da sua existência é esta: foi neste momento histórico compreendido entre o período pós-Primeira Guerra Mundial e a resposta à Grande Depressão, que os governos separaram os mercados financeiros. O banco, que até àquele momento era um intermediário de importância acrescida entre outros tipos de intermediários financeiros, adquiriu um papel ainda

discouraging US companies from making new issues of securities, and to trade on the OTC market rather than on a formal stock exchange. Whereas in 1920 the OTC market commanded only 6% of all trading in corporate stocks, and 14% in 1929, this had reached 23% in 1939. This reflected the perennial problem that excessive intervention would both drive the securities market underground and discourage its use as a means of raising finance.”. Idem, ibidem, Pág. 192 e 193.

mais destacado. Este intermediário passaria a não ser apenas o centro do sistema financeiro, desenvolveria, também, um papel político crucial no desenvolvimento e na estabilidade económica e social. O principal objetivo era limitar as atividades especulativas naquela que era uma parte significativa do sistema financeiro (a intermediação bancária) e assegurar o sistema de pagamentos. A separação entre bancos e outros intermediários (por exemplo, os corretores, os *dealers* ou os bancos de investimento) é a representação mais paradigmática destes objetivos governamentais⁶⁷.

Por outro lado, a intermediação não-bancária também muda: as bolsas sobreviveram na nova estrutura, mas parte do seu objeto, a regulação das negociações e transações, foi transferida para as novas agências governamentais (SEC e CFTC). As pesadas regulações e o papel esvaziado das bolsas obrigaram estas entidades a especializar-se na negociação e oferta ao público de ações. Outros títulos (como obrigações corporativas) migraram para um mercado não regulamentado⁶⁸.

Dessa forma, o aumento da intervenção governamental acabou por criar um subproduto: o mercado OTC. Este mercado passou a existir na década de 1920⁶⁹, para evitar as novas regulações do mercado e as intervenções governamentais. As mudanças institucionais após 1933 transformaram este mercado incipiente num importante ambiente comercial. A expansão das atividades neste mercado foi uma resposta direta às intervenções governamentais. As autoridades não conseguiram prever que, embora pequeno na década de 1930, o OTC cresceu para se tornar o mercado priorizado pelos intermediários financeiros (como bancos e

⁶⁷ “*They attempted to prevent speculation and to create a division between banking and the securities market. What concerned governments most was a collapse of the banking system, which would pose much more of a threat to economic and social stability than the rise and fall of speculation on the securities market.*”. Idem, ibidem, Pág. 169

⁶⁸ “*The combination of the SEC, competition from the OTC market and regional exchanges, and the monopolization of new issues by the government increasingly marginalized the New York Stock Exchange. In particular, the unregulated OTC market thrived at the expense of its regulated rival. This was the case not only in government bonds, where trading was virtually the preserve of the OTC market, but also increasingly in corporate stocks. In 1939 the estimated turnover in corporate stocks in the United States was estimated at \$14.8 billion, which was split between the OTC market (23%) and the exchanges (77%) of which the New York Stock Exchange was dominant. By 1946 this turnover had doubled to \$29.2 billion but now 36% was done on the OTC market and 64% on the exchanges, where New York Stock Exchange faced growing competition.*”. Idem, ibidem, Pág. 213 e 214.

⁶⁹ “*Much less visible but actually more important was the OTC bond market. By 1929 the value on the bonds in circulation in the United States was \$75 billion split roughly equally between government and corporate issues. This was close to the value of corporate stocks and though most were quoted on the various exchanges few were traded there, including the New York Stock Exchange which dealt with less than 10% of bonds. The level of fixed commission and the lack of dealers meant that US stock exchanges were poor markets for bonds, especially those issued by governments and public authorities. Instead, these bonds were largely traded directly between banks or specialist bond houses, where no commission was paid. This meant that there was no large and orderly market for bonds in the United States producing clear and unambiguous current prices.*”. Idem, ibidem, Pág. 181.

intermediários não-bancários) para realizar as suas atividades de intermediação. Tudo fora do quadro regulamentar criado⁷⁰. Este mercado que esteve no epicentro da GFC, e que continua a ser fundamental hoje.

Após a Segunda Guerra Mundial, o modelo norte-americano de quadro regulamentar financeiro foi exportado e/ou influenciou disposições institucionais noutras instituições. Por conseguinte, o ambiente institucional descrito continua a ser comum em diferentes jurisdições.

Na esfera internacional, este é o período de criação da arquitetura económica e financeira do pós-guerra (criação do FMI, do Banco Mundial e do GATT). É, também, o período de controlo de capitais para manter o regime de taxas de câmbio do acordo de *Bretton Woods*, de moderação na exuberância nas atividades de intermediação financeira⁷¹.

1.3.5 Evolução de 1970 à atualidade

O quadro institucional e os limites regulatórios impostos à intermediação financeira foram aplicados nas duas décadas subsequentes. Só a partir de 1970 as regulações promulgadas começaram a ser progressivamente relaxadas⁷².

No entanto, os mercados de OTC tornaram-se cada vez mais importantes. Foram, por exemplo, o ambiente que nasceu o mercado *eurodollar*. Esta intermediação ocorreu tirando partido das regras regulamentares específicas no mercado londrino, e da flexibilidade permitida pelos mercados OTC. Este mercado atendeu às necessidades de uma economia progressivamente mais internacionalizada, com procura de dólares para utilização nas

⁷⁰ “However, there were no measures to deal with the unorganized OTC market as its existence was largely ignored. There was also an acceptance that the long-term effect on the securities market as a whole was unknown, but such was the desire for some kind of control that this was regarded as of minor importance.”. Idem, *Ibidem*, Pág. 192. .

⁷¹ “The Second World War completed the destruction of the global marketplace. Foreign-held assets were liquidated without replacement, national governments exercised near universal control of national securities markets, and barriers were erected to prevent the international flow of securities. There was no expectation that such a market would ever re-appear. The Bretton Woods Agreement of 1944 created the International Monetary Fund (IMF) and the International Bank for Reconstruction and Development (World Bank) as replacements for the international financial markets that were seen to have failed between the wars. The post-war aim was not to rebuild a global securities market but to create a new basis for international financial relations which minimized the use of markets and maximized the role of national governments, inter-government organizations, and state-controlled central banks. If a global securities market were to re-emerge after 1945 it would not simply be a matter of restoring what had been lost but also of replacing what had been put in its place.”. Idem, *ibidem*, Pág. 214 e 215.

⁷² “Consequently, the long-term legacy of the Second World War for the European securities market was the far greater involvement of government in its operation and the universal use stock exchanges, whether state-owned state or independent, to make their control effective. This set the scene for at least the next twenty-five years.”. Idem, *ibidem*, Pág. 208.

transações internacionais (que não cessou, mesmo após o abandono da regra de conversão de dólares em ouro). O mercado *eurodollar*, viabilizado pelo progresso dos meios de comunicação, pode ser visto como o embrião para os mercados globalizados existentes desde o final da década de 1980, até aos dias de hoje. Foi também um exemplo de como o mercado superou as insuficiências resultantes da inexistência de uma ação governamental e de um quadro regulamentar claro para atender às necessidades dos fluxos internacionais⁷³.

No final da década de 1980, o quadro institucional criado para responder à Grande Depressão tinha sido progressivamente relaxado. Dois acontecimentos simbólicos podem ser tomados como exemplo: primeiro, a reforma (chamada de “*Big Bang*”) da bolsa de Londres. Esta foi uma transformação regulamentar e logística, visando manter Londres como um centro financeiro internacional; e que estabeleceu os padrões regulatórios e operacionais, mais relaxados e menos estritos, que serviram de padrão a seguir para outros centros financeiros.

O segundo exemplo é o fim da separação entre intermediação bancária e não-bancária nos EUA. Isto representou uma reunificação dos mercados financeiros, historicamente comum até à Grande Depressão (como se viu).

Não obstante, os mercados de OTC não perderam a importância adquirida, e continuaram a ser relevantes. Os mercados OTC foram, de facto, o ambiente em que ressurgiram os mercados financeiros em moldes similares ao período prévio a 1914. O ressurgimento é a palavra correta, na medida em que os mercados financeiros se reintegraram, voltaram a ter natureza global e readquiriram importância no financiamento da economia: tal como era a o seu papel entre 1850 e 1914. Os governos continuaram a intervir e o quadro regulamentar e institucional pós Grande Depressão manteve-se em traços gerais, mas não com a mesma intensidade original do momento em que foi desenhado.⁷⁴

⁷³ “By the end of the 1960s the financial and monetary systems set up after the Second World War were already disintegrating. Internationally, the Bretton Woods System proved far too rigid to cope with a rapidly changing world economy where the \$ and the £ were no longer totally dominant. New and more flexible arrangements were desperately needed. Rigid control by central banks and inter-government agreements no longer sufficed for a world where international financial flows were growing rapidly in amount and variety.”. Idem, *ibidem*, Pág. 295.

⁷⁴ “An entirely new global securities market gradually came into being. It could not be a recreation of what had existed before the First World War because so much had changed in the meantime, especially the expectation and ability of governments to intervene in the marketplace and the greatly increased level of economic integration both within countries and internationally. This new global securities market was the product of three separate forces. The first was the return to something similar to the importance and operations that had been prevalent before 1914. The second was the conditions that had prevailed since the Wall Street Crash of 1929, which had then been reinforced by the experience of the 1930s and the Second World War. The third and last were the conditions peculiar to the late twentieth century onwards, especially the fusion of communications and computing to produce markets that were truly global in scope and could function without the need for any physical location.”. – Idem, *ibidem*. Pág. 328 e 329.

Esta evolução histórica traz-nos à tensão entre inovação, liberdade e regulação que está no centro desta pesquisa; e que ficaram expostas com a GFC.

1.4 O funcionamento da intermediação bancária e da intermediação não bancária

Tendo descrito os agentes institucionais dos mercados financeiros e das razões históricas para a sua divisão fundamental (entre intermediação bancária e não-bancária), pretende-se agora descrever a atividade “em movimento”. Assim, relata-se o funcionamento e as funções desempenhadas em cada uma das formas de intermediação financeira.

1.4.1 A intermediação bancária

Os bancos são intermediários financeiros, privados ou públicos, que, como visto, combinam quatro importantes serviços financeiros: do lado do passivo, os bancos recebem depósitos do público; do lado dos ativos, os bancos oferecem crédito aos agentes deficitários; e, finalmente, prestam serviços de pagamento. A economia beneficia dos ganhos de eficiência obtidos pela combinação desses serviços⁷⁵. Mais recentemente, os *ancillary services* prestados pelos intermediários bancários tem ganho relevância na composição das receitas dos bancos (especialmente importante num contexto de juros baixos e *quantitative easing*, como o vivido da GFC até 2022).

O que entre a Grande Depressão e a década de 1980 era uma atividade relativamente simples, transformou-se numa atividade extremamente complexa e opaca⁷⁶.

⁷⁵ “The main functions of banks can be described in terms of the balance sheet items described above. Asset services are provided to the “issuers” of bank assets (the borrowers); these services include evaluating, granting, and monitoring loans. Liability services are provided to the “holders” of bank liabilities (the depositors); these services include holding deposits, clearing transactions, maintaining an inventory of currency, and service flows arising from conventions that certain liabilities are acceptable as payments for goods. Transformation services require no explicit service provision to borrowers or depositors but instead involve providing the depositors with a pattern of returns that is different from (and preferable to) what depositors could obtain by holding the assets directly and trading them in a competitive exchange market.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIG, PHILIP H (1986), Pág. 57-58.

⁷⁶ In traditional banking, so nostalgic memory reminds us, banks took deposits from households in their community and made loans to other households in their community. It was a simple business, and its main risks were solvency risk and liquidity risk. Solvency risk was about the prospect of loan default, and it was handled by a buffer of bank capital, backstopped by deposit insurance at the FDIC. Liquidity risk was about the prospect of deposit withdrawals, and it was handled by a buffer of cash reserves, backstopped by the discount window at the Fed. This is the model of banking that was in the back of most of our minds as we looked at the new shadow banking system, and from this vantage point it seemed clear that the new system involved exposure to familiar solvency and liquidity risks, but those familiar exposures were handled differently. To make the analogy with

O lucro dos bancos provém principalmente da concessão de empréstimos e da criação de liquidez no mercado. Do lado do passivo, a liquidez criada é utilizada para oferecer serviços de custódia e produtos líquidos de custódia, alimentar o sistema de pagamentos e permitir a ocorrência de transações económicas subjacentes aos pagamentos processados. Embora isto seja mais detalhado no capítulo 2, o modelo de negócio destas instituições é altamente alavancado. Isto significa que os bancos recolhem depósitos e emitem outros instrumentos do passivo para o público, como forma de financiar as suas atividades; e que, apenas uma parcela do *funding* necessário é constituída pelos capitais próprios dos acionistas e mantido na forma de reservas (*fractional reserve banking*).

Um subproduto dos serviços prestados pelos bancos é a seleção de projetos que estes fazem⁷⁷. A certificação de crédito, no caso dos bancos, implica uma avaliação crucial da qualidade do crédito que permite a estas instituições sobreviver, mas que também ajuda a economia a descartar (os maus) ou executar (os bons) projetos⁷⁸. Esta funcionalidade torna os custos destes entes com a especialização, pesquisa e avaliação de ativos e projetos tão importantes e benéficos para a economia⁷⁹. Numa perspetiva individual (de cada intermediário

traditional banking clear, I show the two stylized balance sheets side by side below. From a Jimmy Stewart perspective, the central feature of shadow banking involved a financial institution holding securitized loans (rather than whole loans) and funding those loans in the wholesale money market (rather than with retail deposits). In the shadow banking system, solvency risk was handled not so much by means of capital buffers as by means of insurance of various kinds, which I show as the purchase of a credit default swap (CDS). And liquidity risk was handled not so much by means of cash reserves as by using the securitized loans as collateral for borrowing in the wholesale money market. I show this borrowing as asset-backed commercial paper (ABCP) and repo (RP), instruments typically held as investments by an institutional money market mutual fund (not shown).² The important thing is that in the shadow banking system neither solvency risk nor liquidity risk was backstopped in any direct way by the government. Shadow banking was Jimmy Stewart banking without the regulation, but also without the protection. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 117 e 118.

⁷⁷ “If there were many small investors, there would be duplication (and free riding) in the gathering of information, and there would be insufficient monitoring to uphold the value of the loan. The centralization of ownership and information collection to a diversified financial intermediary provides a real service, and because of the private information, the intermediary assets are “special” in the sense that they are not traded in markets and are thus illiquid.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIK, PHILIP H (1986), Pág. 59.

⁷⁸ “One is certification, a friction that arises from the fact that the borrower pool consists of observationally identical but heterogeneous borrowers, some creditworthy and some not. This means that even a creditworthy borrower may be denied credit and the more severe this friction the greater the likelihood of credit denial. (...) We show that banks are better at diminishing the certification friction, (...).”. SONG, FENGHUA ; THAKOR, ANJAN V. (2010), Pág. 1022.

⁷⁹ “In these models, institutions are viewed as monitoring either in the *ex-post* sense of verifying cash flows or in the *interim* sense of screening quality the attributes of investment projects. Without intermediation, such monitoring would be duplicated by the many investors involved in funding such projects. Alternatively, investors would have been forced to take large (undiversified) stakes (Leland and Pyle 1977). Markets for information sellers for such monitored knowledge are assumed to function imperfectly, owing to problems of credibility (Ramakrishnan and Thakor 1984) or the sellers’ inability to capture the full returns from monitoring (see Allen 1990). Further- more, intermediaries that monitor many projects with imperfectly correlated rates of return achieve diversification, which in turn allows them to credibly communicate the attributes of their diversified portfolios to ultimate investors at lower cost than possible with nonintermediated, bilateral contracting (Diamond 1984).”. BHATTACHARYA, SUDIPTO ; BOOT, ARNOUD W. A. ; THAKOR, ANJAN V. (1998), Pág. 747.

bancário) estes custos são importantes para que os bancos possam encontrar um equilíbrio comercial entre liquidez e solvência, por um lado, e rentabilidade, por outro. Esta gestão do risco (*risk management*) é essencial para que se mantenha a sua solvibilidade. A confiança é uma característica crucial das atividades bancárias, e é realizando estas tarefas bem que os bancos alcançam a confiança do público.

Nos nossos dias, a estrutura bancária é o resultado do quadro institucional público que resultou da Grande Depressão, como se detalhado pela descrição da evolução histórica. Três categorias de entidades emergem dessa organização (juntamente com os bancos, claro).

1.4.1.1 O papel dos bancos centrais

Primeiro, os bancos centrais. Os mercados bancários sempre se organizaram em numa rede interligada, mas em torno de um centro. Estes centros são os bancos centrais, em torno dos quais os mercados monetários são definidos. Como se viu, a razão desta organização decorre de motivos históricos e políticos; mas também por ser uma forma eficiente de organização do mercado. Se atualmente os bancos centrais são entidades públicas, é essencial recordar que no passado eram entidades privadas, com os seus acionistas e com o objetivo de que o seu negócio gere lucro.

Os mercados monetários, por outro lado, eram, e continuam a ser, o sistema comercial através do qual os bancos oferecem o seu excesso de reservas regulatórias ou procuram dinheiro para satisfazer as reservas regulatórias que lhes falem. Se hoje as reservas têm um conteúdo regulatório, elas eram utilizadas como instrumento de mercado para garantir aos demais agentes a confiança (e assim a solvibilidade e liquidez) do intermediário bancário.

Os bancos centrais foram criados, em primeiro lugar, para satisfazer as necessidades de financiamento dos soberanos. Foi o que aconteceu em Inglaterra, por exemplo. Por ser um caso relevante na organização do sistema bancário (era a referência, quando Londres era a capital financeira mundial, organizada em volta de um sofisticado sistema bancário), será usado como exemplo.

Como os bancos centrais estavam associados ao soberano (no seu capital apenas, já que eram entidades privadas fora da administração pública), eram naturalmente vistos como o centro do sistema. Mesmo que não se possa pensar nos bancos centrais daquela altura, como os bancos centrais públicos que temos hoje. Eles colocavam alguma disciplina nos mercados, mas não tinham poderes regulamentares e/ou mandato público para esse fim. Numa fase inicial,

sequer emitiam a moeda soberana, como veio a acontecer posteriormente e é o caso comum ainda hoje. Na verdade, na altura a moeda era internacional, o ouro, que era mantido como reserva. Apenas para facilitar o comércio, as notas do banco eram emitidas num rácio determinado em relação ao ouro. Essa proporção era legalmente determinada. Na emissão destas notas, as notas do banco central eram uma entre outras notas; até que se lhe associaram a natureza liberatória (*legal tender*).

Duas características principais ajudam a explicar o papel central desempenhado pelo Banco de Inglaterra. Primeiro, a percepção do mercado da notação de crédito do Banco de Inglaterra. Afinal de contas, é fácil emitir notas, enquanto meros pedaços de papel. Para terem valor, essas notas devem ser fiáveis, ter crédito no mercado. Caso contrário, o mercado as rejeitará. Consequentemente, a entidade bancária só pode criar dinheiro se a sua promessa de pagar mantendo a proporção do padrão ouro se mantiver credível. Quando os mercados percebem problemas de liquidez ou de solvência no balanço do emitente das notas, esse privilégio termina. Por conseguinte, e tal como será mais pormenorizado nos capítulos 3 e 4, existe uma hierarquia nestas notas, baseada na fiabilidade da promessa de pagamento. De qualquer forma, estas notas circulavam como moeda, para permitir que os agentes efetuassem os pagamentos entre si. As notas do Banco de Inglaterra foram colocadas no topo desta hierarquia pelo mercado.

Segundo, custos de armazenamento. Havia um custo associado à custódia do ouro. O Banco de Inglaterra foi a entidade mais preparada para realizar esses serviços aos bancos. O Banco da Inglaterra poderia facilmente desempenhar o papel do banco dos banqueiros. Na medida em que as reservas de ouro dos outros bancos da economia foram depositadas no Banco de Inglaterra, o mercado achou mais fácil utilizar as suas notas como moeda comum nas transações.

Para se compreender o papel do banco central compreender plenamente o funcionamento do mercado de intermediação bancária, deve compreender-se o papel dos *dealers* na sua operacionalização (ao darem fluidez aos mercados financeiros, inclusive de intermediação bancária). Mais uma vez, essa dinâmica pode ser notada pela observação das relações do sistema bancário inglês do século XIX.

O banco central era o *dealer* dos bancos londrinos; tanto quanto os bancos de Londres eram os *dealers* para bancos regionais e locais. Ou, seja “faziam” o mercado de mútuo monetário entre intermediários bancários, oferecendo liquidez aos seus participantes. Na prática, funcionava da seguinte forma. Tudo começava na construção dos ativos de crédito, com

a concessão de crédito para o comércio. Os intermediários financeiros locais tinham relações comerciais com os mutuários, normalmente um empresário disposto a descontar as suas *bills of exchange*. Para formar esses ativos (conceder o crédito), o intermediário financeiro local poderia utilizar os recursos depositados, pedir um empréstimo aos bancos londrinos, ou até mesmo, em caso de necessidade de liquidez após a concessão do crédito, poderia descontar as mesmas *bills* com um banco londrino. Esses bancos geralmente tinham mais capacidade financeira para arcar com essa maior flexibilidade. Isso significa que tinham mais depósitos de ouro ou reservas equivalentes e, portanto, capacidade de empréstimo. Por sua vez, os bancos londrinos tinham uma relação semelhante com o Banco de Inglaterra. De acordo com as necessidades e as reservas, os bancos transacionavam entre si no mercado monetário; mas todos dependiam do banco que se tornou o centro do mercado monetário inglês.

Recorde-se que, na altura, os bancos centrais não tinham funções públicas e eram entidades privadas. Embora a sua posição no mercado os colocasse no lugar perfeito para desempenhar um papel específico: o de prestamista de última instância (*Lender of Last Resort*). A ideia de que o banco central impunha disciplina no mercado, despertou do próprio mercado, do seu funcionamento e das suas necessidades. Não era uma política macroeconómica, enquanto exercício de poder público, mas sim uma prática de mercado. Embora hoje essa seja uma função comum dos bancos centrais (como se pode ver no capítulo 3), tal papel não era tão óbvio quando proposto por Bagehot sobre as funções dos bancos centrais numa crise financeira.

Não estavam associados objetivos públicos à proposta de Bagehot. Esta baseava-se principalmente nos objetivos de eficiência alcançados através da cooperação no mercado, e pode ser entendida como um sacrifício da concorrência e da competição em benefício da estabilidade. Também deve ser lembrado que esta função só seria aplicável em crise, momento em que os bancos centrais deveriam agir para restaurar a confiança no crédito dos bancos (e assim, restabelecer a confiança no sistema)⁸⁰. Na língua de hoje (como se verá nos capítulos 3 e 4), para evitar uma crise de crédito e uma escassez de meios de pagamento.

⁸⁰ “I suppose almost everyone thinks that our system of savings' banks is sound and good. Almost everyone would be surprised to hear that there is any possible objection to it. Yet see what it amounts to. By the last return the savings' banks—the old and the Post Office together—contain about 60,000,000l. of deposits, and against this they hold in the funds securities of the best kind. But they hold no cash whatever. They have of course the petty cash about the various branches necessary for daily work. But of cash in ultimate reserve—cash in reserve against a panic—the savings' banks have not a sixpence. These banks depend on being able in a panic to realise their securities. But it has been shown over and over again, that in a panic such securities can only be realised by the help of the Bank of England—that it is only the Bank with the ultimate cash reserve which has at such moments any new money, or any power to lend and act. If in a general panic there were a run on the savings' banks, those banks could not sell 100,000l. of Consols without the help of the Bank of England; not holding themselves a cash

O papel dos bancos centrais, hoje, é mais complexo. Na atualidade estes entes estão normalmente inseridos na esfera do Estado. Como se verá nos capítulos 3 e 4, é através da sua ação que os Estados executam as suas políticas monetária e cambial. O banco central não é mais apenas o centro do sistema bancário; também não se limita a gerir as suas próprias reservas. Esta agência tem um papel mais profundo: de gestão dos ciclos económicos, criação de emprego, da gestão das taxas de câmbio e das políticas de juros. Mas também a de prestamista de última instância do sistema (*Lenders of Last Resort*), e quiçá de *Dealer of Last Resort*.

1.4.1.2 As entidades de seguro de depósitos

Uma mudança resultante da Grande Depressão foi a criação de entidades responsáveis por garantirem os depósitos mantidos pelo público junto a instituições de intermediação bancária. O primeiro sistema de seguro de depósitos é constituído por uma empresa pública (FDIC), criado nos EUA como resposta à Grande Depressão, que gere um fundo composto pelas contribuições periódicas dos bancos segurados, que em troca obtêm proteção contra uma eventual corrida aos seus depósitos.

As corridas aos depósitos bancários eram eventos comuns antes da reforma, que aconteciam quando as preocupações de solvência de um banco se despertavam⁸¹. Essas corridas aos depósitos adquiriram uma dimensão sem precedentes, tendo-se generalizado na Grande Depressão, e levando à falência todo o tipo de bancos: bancos insolventes e ilíquidos, bancos insolventes e líquidos, bancos solventes mas ilíquidos, e até bancos solventes e líquidos! Afinal, nestas circunstâncias de grande incerteza ou até pânico, mesmo meras expectativas ou boatos de que a situação de crédito de um banco se deteriorou podem tornar-se profecias autorrealizáveis e acabar por prejudicar a liquidez e a solvência dos bancos⁸². Por muito capitalizados que os bancos estejam, dada a natureza da sua atividade (detalhada no capítulo 2), estes nunca terão capacidade de reembolsar todos os depósitos ao mesmo tempo. Ao serem

reserve for times of panic, they are entirely dependent on the one Bank which does hold that reserve.”. BAGEHOT, WALTER (1873), Pág 172 e 173.

⁸¹ “*Bank runs are a common feature of the extreme crises that have played a prominent role in monetary history. During a bank run, depositors rush to withdraw their deposits because they expect the bank to fail. In fact, the sudden withdrawals can force the bank to liquidate many of its assets at a loss and to fail. In a panic with many bank failures, there is a disruption of the monetary system and a reduction in production.*”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIG, PHILIP H. (1983), Pág. 401.

⁸² “*A run can even occur in response to expectations about the general willingness of the lender of last resort to rescue failing banks, as illustrated by the unfortunate experience of the 1930s when the Federal Reserve misused its discretion and did not allow much discounting.*”. Idem, ibidem, Pág. 417.

obrigados a isso, tornam-se insolventes e ilíquidos; mesmo não o sendo ao tempo em que as preocupações se iniciam.

A organização da instituição que gere o seguro de depósitos altera-se em cada jurisdição (entidade privada ou pública). Da mesma forma, o regime que lhes é aplicável também não é unívoco. Os bancos geralmente têm de contribuir para este seguro mas, mesmo nos EUA, apenas a ajuda das autoridades públicas permite o efetivo cumprimento da sua missão (garantir os depósitos). O seu património próprio representa apenas uma fração da totalidade dos depósitos bancários cobertos.

Ainda assim, estas entidades desempenham um papel fulcral em momentos de crise: garantindo a confiança, e normalmente sendo o braço operacional para a execução das medidas de intervenção ou resolução.

1.4.1.3 As entidades de supervisão bancária e o seu impacto na atividade

Uma terceira característica do quadro institucional do sistema bancário é a intervenção pública (na forma de regulação e supervisão, pelo menos) a que estes intermediários estão sujeitos. A regulação e a supervisão são um instrumento que os governos utilizam para estabelecer limites aos riscos tomados pelos bancos (independentemente dos limites estabelecidos pelo mercado). Esta função pode tanto ser uma competência exercida pelo banco central, pelo poder executivo (normalmente através de uma agência) e/ou partilhada. Por exemplo, na UE, o BCE é responsável pelo SSM; mas a EBA também tem algumas competências em matéria de regulação bancária (por exemplo, para emitir orientações sobre determinados aspetos da atividade).

Desde a Grande Depressão que os bancos estão sujeitos a uma regulamentação pesada (como visto anteriormente). A aceitação de todo este encargo regulatório baseia-se num *trade-off* fundamental: os bancos aceitam as limitações impostas às suas atividades lucrativas, em troca do apoio institucional e financeiro, especialmente em momentos de crise. Esse apoio é o *backstop* público oferecida pela política monetária e fiscal. O equilíbrio necessário quanto a essa disponibilidade de recursos é difícil de determinar e alcançar, como será detalhado no capítulo 2.

Essa carga regulatória não é apenas imposta a nível interno pelos Estados. Mesmo a nível internacional existem *standards* (depois incorporados como regras legais no ordenamento interno de cada Estado) que determinam diretamente as atividades dos intermediários

bancários. Esse esforço de harmonização e uniformização começou com a regulação conhecida como BASEL I, em 1980/90; foi intensificada com BASEL II, a regulação que estava em fase de implementação em 2008, quando a GFC rebentou; e como se verá no capítulo 5, existe hoje sob a forma das normas de BASEL III.

No entanto, essa carga regulatória é a razão pela qual os bancos, na década de 1980, começaram a mudar a sua atividade. A combinação dos requisitos regulatórios de reservas com o incentivo dos bancos à utilização de alavancagem, levou-os a buscar fontes de financiamento alternativas para suas atividades⁸³. A técnica de gestão do balanço (*risk management*) é uma consequência deste período⁸⁴. Os intermediários bancários encontraram essa fonte de financiamento nos intermediários financeiros não-bancários: no mercado de intermediação não-bancária em geral, mas especialmente naqueles que participavam no mercado monetário, tais como fundos de pensões e/ou fundos do mercado monetário (*Money-Market Funds*). Embora o seu modelo de negócio tenha permanecido altamente alavancado, a sua dependência de depósitos como fonte de financiamento diminuiu. Os riscos e a interligação nos mercados financeiros tornaram-se mais significativos.

Além disso, a estrutura organizacional dos grupos bancários também mudou. As *bank holding Companies* de instituições bancárias adquiriram uma nova importância no financiamento do negócio bancário; especialmente como uma ferramenta para incorrer em alavancagem adicional à determinada pela regulação das atividades bancárias⁸⁵. O ressurgimento dos bancos de investimento é também a prova desta nova tendência. Estas entidades realizam muitos negócios alternativos e adicionais à tradicional recolha de depósitos e concessão de crédito, tais como serviços auxiliares, consultoria financeira, serviços de

⁸³ “Although banks have seen deregulation as a way to respond to competitive pressures, the general trend toward deregulation has raised new problems for them. The effect of interest-rate deregulation on thrift institutions has been discussed in an earlier chapter. Geographic and, in particular, product deregulation have also taken place. Banks are now attempting to move into the fields of securities underwriting, insurance, and real estate development. While these new activities hold open the promise of new opportunities for financial institutions, they also carry with them substantial risk.”. WOLFSON, MARTIN H. (1986), Pág. 199 e 200.

⁸⁴ “At the same time, bank capital requirements can restrain the growth of bank lending. If a rapid increase in a bank's loans were to reduce its capital-asset ratio below the minimum, then the bank may have to forego the additional lending. This development could affect the ability of large banks to use liability management to continue to fund loan growth during periods of tight money. If so, it could alter the dynamics of how financial crises occur in the future. As noted in Chapter 12, the use of liability management in the later postwar period represented an important change from the early twentieth century in the way that financial crises developed.”. Idem, ibidem, Pág. 197 e 198.

⁸⁵ “To meet these loan commitments, the banks use liability management, i.e., they alter the composition of their liabilities. Near the expansion peak they rely increasingly on purchased funds, particularly large negotiable certificates of deposit. Other purchased funds include Eurodollar borrowings, federal funds and repurchase agreements, and commercial paper issued by bank holding companies.”. Idem, ibidem, Pág. 127.

custódia e/ou serviços de escrituração (já referidas como *ancillary services*). Essas atividades representam novas fontes de negócio e lucro para os grupos bancários (adicionais à gestão dos ativos e passivos), mas à custa de uma potencial complexidade para o negócio das instituições bancárias e o surgimento de conflitos de interesses.

Apesar de ter sido objeto da intervenção pós-GFC, esta tendência não se alterou. Tanto estas interligações como a intervenção nas atividades de intermediação financeira após a GFC serão pormenorizadas nos capítulos 2 e 5.

1.4.2 Intermediação não-bancária

Como referido anteriormente, a intermediação não-bancária é realizada por um leque diversificado de entidades e instrumentos contratuais. Neste ramo de intermediação financeira não existe (pelo menos não existia, até à resposta à GFC...) uma figura equivalente à dos bancos centrais, nem as suas estruturas são tão restringidas pela regulação como na intermediação bancária (embora o nível de intervenção tenha mudado, após a GFC, com o aprofundamento da regulação e supervisão). Isso faz com as possibilidades de inovação sejam muito mais amplas. Normalmente, os intermediários e os prestadores de serviços são muito mais especializados nos serviços oferecidos. Isto significa que é muito mais difícil descrever o que um intermediário financeiro faz neste mercado; o que não é o caso da intermediação bancária, cujo modelo de negócio e instrumentos (utilizados pelos menos no seu essencial, identificados anteriormente) são mais facilmente identificáveis e descritos.

De certa forma, os bancos são entidades que concentram diversos serviços de intermediação financeira, enquanto os intermediários não-bancários se especializam na realização de uma fração de todos os serviços financeiros oferecidos pelos bancos. Para entender melhor este aspeto, vamos tomar uma emissão de obrigações (*bonds*) como exemplo. Nele, temos um agente deficitário à procura de angariar fundos para financiar a sua atividade e, para isso, fará uma oferta de títulos no mercado (as obrigações). Necessitará, nessa oferta, de encontrar corretores ou *dealers* para oferecer comercialmente esses títulos a potenciais investidores (agente superavitário). Será igualmente necessária a participação de uma agência de notação de crédito para certificar a nota de crédito do emitente dos títulos; um custodiante ficará responsável por fazer a custódia e guarda dos valores (os certificados de obrigações); outra entidade será responsável pela realização da escrituração dos títulos (registo dos obrigacionistas); um agente fiduciário ficará responsável por representar os interesses dos

obrigacionistas; uma entidade de compensação, responsável pela liquidação da operação e execução dos pagamentos. Outros intermediários poderão ser eventualmente incluídos dependendo das necessidades da operação (por exemplo, certificação de metas de ESG num *green bond*). Dependendo da jurisdição, outros serviços e intervenientes poderão ser necessários. Apesar da fragmentação, obtém-se um resultado igual ao da intermediação bancária (a formação de ativos de crédito) onde todos esses serviços são tendencialmente prestados por uma única entidade.

Outro esclarecimento necessário é que a referência aos mercados financeiros de intermediação não-bancária é apenas uma descrição artificial de uma realidade mais complexa. Tal como na separação entre a intermediação bancária e a intermediação não-bancária, esta separação é mais didática do que factual; veremos isso com mais detalhe no capítulo 2. O mesmo acontece com o mercado financeiro de intermediação não-bancária, que é um sector diversificado onde se podem incluir, por exemplo, os mercados de capitais (por exemplo, ações, cotas de fundos), o mercado de crédito (por exemplo, de *bonds*, obrigações), , os mercados monetários (*money market*, por exemplo, o mercado de *repos*), o mercado cambial (por exemplo, compra e venda de moeda estrangeira, derivados de câmbio), entre tantos outros. Não existe um mercado, mas vários mercados sob um mesmo conceito.

A conclusão é que é difícil conseguir uma definição abrangente do mercado financeiro. Uma aproximação satisfatória seria a de um mercado de serviços financeiros em que determinadas entidades (mais ou menos formais, com maior ou menor nível de especialização) prestam serviços para ligar agentes deficitários e excedentários. Esses intermediários executam estas tarefas de forma lucrativa, e essa característica é crucial para entender como os mercados e os preços são formados (mais detalhado abaixo, quando relatado o papel da arbitragem regulatória)⁸⁶. Esta ideia é importante para a proposta de definição do que são as atividades de *shadow banking*, detalhada no capítulo 2.

1.4.2.1 Seleção de risco de crédito

⁸⁶ “To bring in the role of arbitrage, I depict the security dealer as harvesting the liquidity premium in the term structure by holding a long position in the Treasury bond (shown as an asset) and a short position in the Treasury bill (shown as a liability). The dealer achieves these positions by quoting prices for both bonds and bills, both buying and selling prices, with an eye toward achieving a target portfolio that balances expected profitability against risk.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 99.

Sendo diferentes dos mercados de intermediação bancária, os mercados de intermediação não-bancária resolvem o processo de seleção de crédito através de um mecanismo diferente. Da mesma forma que os bancos possuem e investem na tecnologia para selecionar os melhores projetos (significando aqueles com melhor ponderação entre nota de risco e nota de crédito), os mercados usam principalmente técnicas de desconto para medir esses mesmos riscos⁸⁷. Esta técnica capacita o mercado de intermediação não-bancária a ser melhor na resolução de atritos financeiros (que resultam de diferentes perspectivas sobre o valor dos excedentes do projeto financiado) e permitem que o mercado se liquide (*clear*) de uma forma mais objetiva (com uma diminuição da influência do prestamista e das suas visões sobre os fluxos, como é o caso na intermediação bancária) e ágil⁸⁸. No final, a escolha do agente deficitário, sobre onde poderá os fundos de que necessita, depende da sua situação: dependendo da sua solvabilidade, preferem aceder a uma ou outra das fontes⁸⁹.

1.4.2.2 Regulação da intermediação não-bancária

Como já se viu, historicamente estes intermediários financeiros executaram as suas transações no espaço da bolsa de valores. Isto mudou decisivamente com a Grande Depressão. Após as pesadas regulações a que as bolsas ficaram sujeitas, especializaram-se nos mercados de ações. Em alternativa, as outras formas de intermediação deslocaram as suas atividades para o mercado OTC. No final, as formas de autorregulação foram transferidas para este mercado, onde os esforços de determinadas entidades privadas (como o ISDA e o ICMA) tentam trazer (com bastante sucesso) algum tipo de uniformidade nas condutas.

⁸⁷ “The existence of a valuation discount means that capital market financing is costly not only because of the friction arising from the presence of crooks but also because those seeking financing (the borrower and the bank) and those providing financing (investors) value the surplus from the project being financed differently. While taken as an assumption for now, we endogenise this in Section 4 (see Proposition 5) using a heterogeneous-priors setup in which a public signal about the borrower’s project is observed prior to the borrower’s actual investment in the project. Due to heterogeneous priors, investors and the borrower end up with possibly different posterior beliefs about the value of the project. Since investors do not directly control project choice, the resulting possibility of disagreement over project value endogenously generates a valuation discount of $1 - k(N)$ on a \$1 expected debt repayment or bank’s terminal payoff (for bank equity).”. SONG, FENGHUA ; THAKOR, ANJAN V. (2010), Pág. 1030

⁸⁸ “The other friction is financing, which arises from the dissipative costs of external finance, which include costs related to the fact that those seeking financing and those providing financing may value the project surplus differently, leading to a higher-than-first-best financing cost.”. Idem, ibidem, Pág. 1022

⁸⁹ “First, borrowers with high creditworthiness opt for direct capital market financing; borrowers with intermediate creditworthiness raise funds via bank securitisation; borrowers with low creditworthiness take relationship loans and borrowers with extremely low creditworthiness get no credit.” Idem, ibidem., Pág. 1023

De qualquer forma, a natureza da regulação aplicada nestes mercados é substancialmente diferente daquela aplicada à intermediação bancária. Mesmo que depois da GFC, como se poderá ver no capítulo 5, a regulação tenha avançado sobre alguns conteúdos materiais da atividade de intermediação não-bancária. A sua essência permaneceu, no entanto, e pode ser resumida em dois aspetos principais. Em primeiro lugar, o propósito de manter a transparência no mercado ao tornar disponível a todos os agentes de mercado uma igualmente boa informação⁹⁰. Ao manter o mercado transparente e a informação fiável, a autoridade contribui para a eficiência das operações daquele mercado⁹¹. Em segundo lugar, o objetivo de que os ofertantes observem bons padrões de conduta e boas práticas de gestão. Exemplos de tais regras são normas contabilísticas e de governança aplicáveis às empresas que angariam fundos do público⁹². O foco na regulação da conduta é um aspeto primordial da supervisão destas atividades. Apenas recentemente, após a GFC, as autoridades responsáveis começaram a trazer para estes mercados uma preocupação e efetiva regulação material e fiscalização das atividades para fins prudenciais (como referido, o avanço material sobre a forma de condução e gestão das atividades). Mas, diferente da atividade de intermediação bancária, essa intervenção nos negócios ainda é uma exceção, e não a regra. Estas alterações serão, também, mais detalhadas no capítulo 5.

1.4.2.3 Organização institucional

Do ponto de vista do quadro institucional, os mercados financeiros de intermediação não-bancária não são tão centralizados como o sistema bancário. À primeira vista, a

⁹⁰ “The essential character of the reforms was the recognition that the economy was a corporate capitalism and that this implied that information about the operation of corporations was to be broadly disseminated, available to all who might possibly have an interest in taking a position in an equity or a debt liability of the company.”. MINSKY, HYMAN P. (1994c), Pág 24.

⁹¹ “There are many markets in which buyers use some market statistic to judge the quality of prospective purchases. In this case there is incentive for sellers to market poor quality merchandise, since the returns for good quality accrue mainly to the entire group whose statistic is affected rather than to the individual seller. As a result there tends to be a reduction in the average quality of goods and also in the size of the market. It should also be perceived that in these markets social and private returns differ, and therefore, in some cases, governmental intervention may increase the welfare of all parties. Or private institutions may arise to take advantage of the potential increases in welfare which can accrue to all parties. By nature, however, these institutions are nonatomistic, and therefore concentrations of power - with ill consequences of their own - can develop.”. AKERLOF, GEORGE A (1970), Pág 488.

⁹² “Furthermore as the taking of such positions was accomplished through markets, the markets must be open and transaction information must be both honest and broadly available. Governance, information about the earnings and balance sheets of corporations, the operations of financial markets and the operations of financial firms were to be transparent.”. MINSKY, HYMAN P. (1994c), Pág. 24.

intermediação não-bancária pode parecer caótica. O centro do sistema, como visto, deveriam ser as bolsas de valores e *clearinghouses*⁹³; o que já não acontece, atualmente. As contrapartes centrais, por outro lado, também poderiam ser esse centro. No entanto, esta é uma tendência recente e para o futuro, que ainda está por implementar e generalizar. Foi, de resto e como se verá no capítulo 5, uma importante resposta regulatória às consequências da GFC.

Os *dealers*, por outro lado, parecem ser a melhor hipótese contemporânea de definição de centro do sistema dos mercados de intermediação não-bancária, com a sua capacidade de “fazer os mercados”. A lógica da sua atuação é similar à descrita sobre o papel de *dealer* para os intermediários bancários. No entanto, no lugar do banco central, aqui são entidades privadas que coletivamente desempenham essa função de, com o seu próprio balanço, dar fluidez e contraparte aos agentes que adquirem o produto ou serviço financeiro.

Há, porém, algo a dizer sobre a natureza privada dos *dealers*. Não obstante esse facto, se observarmos ainda com mais minúcia e verificarmos as ligações indiretas existentes entre os agentes de mercado (especialmente entre os agentes do mercado bancário e não-bancário), é possível constatar que, sob os radares, os intermediários bancários e os bancos centrais são os verdadeiros centros dos mercados de intermediação não-bancários. O centro deste sistema encontra-se no papel desempenhado conjuntamente pelos bancos centrais e pelos *dealers*⁹⁴. É

⁹³ “The progression from direct redemption to clearinghouses is straightforward. Bank redemption agents frequently cross paths when making their various trips. In order to lower costs, they agree to meet at a certain place and time to physically exchange notes and then each head back to the appropriate bank. Eventually such behavior becomes institutionalized in an actual building called a clearinghouse (p. 449). The major advantage of the clearinghouse is that now exchanges can be made in terms of bookkeeping entries rather than by physical exchange of notes. Again, only net not gross clearings, need to be adjusted. (...) The progression from the single bank to the clearinghouse system represents a move toward a higher degree of monetary order. The creative entrepreneurial activity of banks acting as note brokers makes possible interbank relationships that were previously difficult to execute. This leads to increased coordination as banks interact more efficiently and have a larger market for their notes. At the same time this process increases the system's complexity as bilateral note exchanges become easier and more frequent and as the clearinghouse reduces the associated transaction costs. The complexity can be coordinated, however, because the creative development of an institutionalized clearinghouse enables the system to cope with the new complexity while better coordinating interbank activities. The development of clearinghouses brings the system to a higher level of complexity, though not so high as to be beyond the coordinative powers of the other elements.”. HORWITZ, STEVEN (1992), Pág. 119 e 120.

⁹⁴ “In the real world there are dealers, and dealers face a very real survival constraint, but one consequence of the Fed's backstop of funding liquidity is to weaken the force of that constraint. The question is, by how much? Knowing that the Fed will intervene to stabilize the federal funds rate, dealers rationally shift their risk- return calculus in favor of taking larger positions in the term structure arbitrage, and such a shift can be expected to move the structure of asset prices closer to the EH theoretical ideal, but not all the way. There has to be some expected profit on the term structure arbitrage or no dealer would do it. In other words, the only way the EH theoretical ideal could ever be fully achieved would be to have the Fed itself do the necessary arbitrage, because only the Fed is limited by neither profit considerations nor a survival constraint. That may well be how things work in wartime (as we have seen) but it is not how things work in peacetime. In peacetime, notwithstanding the Fed's backstop, the survival constraint limits dealer leverage and so maintains positive expected profit for the term structure arbitrage, on average, as well as for other forms of liquidity risk bearing. At any moment, the dealer

a verificação empírica desse facto que justificaria a atribuição aos bancos centrais do papel de *dealer of last resort*.

A regulação destas atividades é geralmente realizada por uma agência governamental⁹⁵. O seu papel é substancialmente diferente do papel dos bancos centrais. Preocupam-se principalmente com as condições em que as transações de mercado são realizadas, como se detalhou acima. Por conseguinte, o papel do regulador consiste apenas em certificar-se de que todas as informações estão disponíveis em pé de igualdade para todos (o mesmo conteúdo, ao mesmo tempo, para todo o público); e também para garantir, sob determinadas condições, que determinadas práticas sejam evitadas e que seja assegurada uma prática de mercado leal (por exemplo, o cumprimento das normas que proíbem o *insider trading* ou que limitam o uso de informação privilegiada).

Como se referiu, apenas mais recentemente o papel de regulação e supervisão prudencial destas agências de regulação do mercado de intermediação não-bancária se formalizaram (como será descrito no Capítulo 5).

Outra diferença em relação ao sistema bancário é que, neste caso, não existe qualquer proteção contra a falência de qualquer intermediário. Em regra, não existe também qualquer entidade que exerça (pelo menos diretamente) o papel de prestamista de última instância. Apesar de não haver normas a esse respeito, o passado demonstra que esse suporte aconteceu na Grande Depressão, na GFC⁹⁶, durante toda a década seguinte e durante a recente Crise da Covid-19. Esta necessidade de intervir, apesar das regras não o preverem expressamente, provém das interligações factuais entre a intermediação bancária e não-bancária que ocorrem neste mercado.

1.4.2.4 Ligações com o sistema de intermediação bancária

has in mind a target portfolio that balances expected profit against liquidity risk, and quotes two-way prices in an attempt to achieve that portfolio. Anything that changes the target portfolio will therefore cause dealers to change the prices they quote.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 101.

⁹⁵ “Perhaps the most significant New Deal reform was the establishment of a rule of law in both the governance of corporations and the operations of the markets for corporate debts and equities.”. MINSKY, HYMAN P. (1994c), Pág. 24.

⁹⁶ “Thus did the Fed expand its dealer of last resort intervention from the money market to the capital market. Operating as dealer of last resort, the Fed found itself inventing a new version of the Bagehot principle to guide its operations: insure freely but at a high premium. As dealer of last resort, what the Fed was insuring, it is important to emphasize, was not the payments that the debtor had promised to make but rather the market value of the promise itself; that is the difference between dealer of last resort and credit insurer of last resort. As in the original Bagehot principle, the idea is for the Fed to charge a price that provides incentive for the private market to undercut the Fed once it recovers.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 134.

No final de 1980, a intermediação não-bancária começou a aumentar a sua importância relativa no total das atividades de intermediação financeira. A GFC demonstrou as ligações e interdependência entre ambos os sectores de intermediação. Como se verá no capítulo 5, os esforços regulatórios implementados optaram por tornar mais transparentes essas relações; e não por cortar essas ligações (como ocorreu na resposta à Grande Depressão).

Essa ligação entre mercados de intermediação bancária e não-bancária não pode ser vista como uma surpresa. Nada mais parece ser do que a volta à normalidade dos modelos de negócio dos intermediários financeiros, interrompida após a Grande Depressão. Por outras palavras, nada mais é do que voltar ao período anterior a 1914.

Naturalmente num contexto distinto. O nível de inovação financeira atingiu níveis sem precedentes. Outros atores, e aqui podem ser mencionados os fundos de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras, trazem mais complexidade a este mercado⁹⁷. As interligações já não se limitam aos intermediários bancários, corretores, dealers e bolsas de valores. Mas a todo um outro número de diferentes atores, personificados ou não-personificados.

Em suma, aumentando a complexidade do mercado de intermediação não-bancário é normal que as ligações ao mercado de intermediação bancária também se tornem menos simples.

1.5 Arbitragem regulatória na intermediação financeira

Uma perspetiva final sobre a atividade de intermediação financeira diz respeito à questão de como todos estes agentes interagem uns com os outros. Com exceção do período entre a Grande Depressão e os anos de 1970/1980, é correto afirmar que os intermediários sempre têm conduzido as suas atividades num mesmo grande mercado, interligado e com conexões profundas.

⁹⁷ “Fischer Black, a computer expert working at the management consulting firm Arthur D. Little, was perhaps the first to see the future, as early as 1970: “Thus a long term corporate bond could actually be sold to three separate persons. One would supply the money for the bond; one would bear the interest rate risk; and one would bear the risk of default. The last two would not have to put up any capital for the bonds, although they might have to post some sort of collateral.” Today the world that Black was only imagining has become our reality, and the instruments he was only imagining have become our interest rate swaps and credit default swaps. Interest rate swaps came first, beginning in the 1980s; credit swaps are more recent, beginning in the 1990s. From the standpoint of modern finance, carving off these risks and selling them separately was the key to getting their prices right, and thus improving the efficiency of the system as a whole. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 79.

Como se verá no capítulo 2, essas conexões refletem-se em formas de interação, nas quais está incluída a competição⁹⁸. De qualquer forma, os intermediários financeiros precisam de estar constantemente em busca de novas oportunidades de negócio para se manterem relevantes no mercado. Um exemplo atual é a concorrência que os bancos sofrem, por exemplo, de *fintechs* para a prestação de serviços de pagamento. Outro é a concorrência por depósitos dos intermediários bancários com os *Money Market Funds*. No entanto, a mera relação de concorrência é uma resposta curta para tentar explicar a relação entre bancos e outros intermediários financeiros.

Esses intermediários também podem cooperar. A noção de que os bancos e os intermediários não-bancários só competem, é factualmente errada⁹⁹. Ambos os tipos de intermediários contribuem, com as suas ferramentas, para a eficiência do mercado. Complementam-se mutuamente, nas suas atividades¹⁰⁰. Um exemplo é a relação de especialização que acontecia no passado (antes de 1914), por exemplo, quando os bancos se especializaram em financiamento de curto prazo, enquanto os intermediários do mercado financeiro pareciam mais adequados para a prestação de financiamento a longo prazo.

Uma última alternativa é a de que os intermediários podem também coevoluir nesse processo. A titularização/securitização é um dos exemplos dessa coevolução, onde os intermediários bancários concedem os créditos e posteriormente os transferem para o mercado de intermediários não-bancários¹⁰¹. Neste caso, os agentes de ambos os mercados alteram o seu modelo de negócio para se adaptar a uma inovação específica.

⁹⁸ “The recent changes include new competitors to banks, new technology, new floating rate contracts, increases in interstate banking, and various regulatory reductions and changes. Some of these changes are accelerated by the current high rate of bank failure; many of the changes are driven by technology and competition and are inevitable.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIG, PHILIP H (1986), Pág. 55.

⁹⁹ “The result that banks and markets compete has powerful policy implications but lacks strong empirical support. Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1996) find that stock market development engenders higher debt-equity ratios and thus generates more business for banks in developing countries. Sylla (1998) describes the complementarity between banks and capital markets in fostering the growth of the US economy from 1790 to 1840 and makes a strong case for studying banks-markets complementarity.”. SONG, FENGHUA ; THAKOR, ANJAN V. (2010), Pág. 1022.

¹⁰⁰ “Two ingredients in our analysis enable us to go beyond this standard result and generate new results: securitisation and bank capital. With securitisation, the bank certifies and the capital market finances, so each sector of the financial system operates where it is best. Moreover, securitisation acts as a channel through which technological improvements in the bank’s certification technology not only reduce the certification friction but are also transmitted to the financial market and help to reduce the financing friction. Since the certification and financing frictions complement each other in impeding the borrower’s access to efficient funding, banks and markets are not in competition but complement each other.”. Idem, ibidem, Pág. 1023.

¹⁰¹ “That is, there exists a virtuous circle in which banks and capital markets, even though they represent alternative and competing sources of financing, also act as collaborators and co-evolve with each other.”. Idem, ibidem, Pág. 1023.

Em suma, são previsíveis três tipos de relações entre intermediários financeiros: competição, cooperação e coevolução. No entanto, essas relações dependerão das condições institucionais e materiais existentes no mercado. Voltando ao exemplo dos mercados financeiros anteriores a 1914, todas as relações possíveis entre intermediários financeiros eram tendencialmente permitidas. No entanto, é preciso recordar que essas condições ocorreram em condições de regulação ligeira.

O que acontece em situações de intervenção mais profunda? Podemos imaginar uma resposta pelo exemplo do que aconteceu após a intervenção decorrente da Grande Depressão. Aquela ação alterou as condições de mercado e as possíveis relações entre intermediários. Como se viu, isso resultou na especialização e perda de importância das bolsas; e no crescimento do mercado OTC, para onde os intermediários levaram as suas transações. A regulação parece ter quebrado o equilíbrio da situação anterior, e motivado novos níveis de concorrência, complementaridade e coevolução mudou.

A mudança de condições pode ocorrer por uma miríade de razões diferentes. Para os propósitos deste trabalho, o foco estará na intervenção regulamentar e governamental nas atividades de intermediação financeira. A intervenção (e a regulação) governamental podem tanto aumentar como reduzir os custos da intermediação financeira. Da mesma forma, quando altera as estruturas de custos e retorno, pode fomentar as relações de competição, complementaridade, e/ou coevolução. Porque existe essa diferença, a intervenção traz para os agentes a oportunidade de aproveitar a arbitragem regulatória.

A arbitragem regulatória ocorre quando as decisões comerciais são determinadas para evitar certas intervenções e/ou beneficiar de um regime de intervenção mais favorável. É a reação dos agentes a alguma distorção das condições de mercado decorrentes da intervenção governamental. Não é relevante, neste contexto, se os objetivos das autoridades com tal intervenção são legítimos ou não.

É claro que as autoridades governamentais procuram atingir determinados objetivos quando intervêm nos mercados. Estes estão geralmente relacionados com a solvência e sustentabilidade do sistema, e com a qualidade do crédito concedido pelos intermediários. Mas essas preocupações, por si só, não podem ser suficientes para justificar a intervenção: as autoridades também têm de compreender e ponderar as consequências da regulação no

equilíbrio das relações entre os intermediários no mercado. Ou seja, quais os efeitos que essa intervenção poderá provocar¹⁰².

A intervenção no mercado é uma equação difícil, que procura equilibrar a necessidade de crédito e os seus aspetos positivos para o crescimento económico, por um lado; enquanto, por outro lado, procura evitar distorções que podem prejudicar a estabilidade financeira. Se essa ponderação for bem-sucedida, a economia beneficiará destas condições de mercado (estabilidade e crescimento sustentável, simultaneamente). No entanto, este é um equilíbrio muito difícil de alcançar. A sua análise pode até resultar em equívocos: é difícil (se não impossível) saber de onde virão os problemas e, assim, se as medidas e as doses implementadas são as certas e necessárias para evitar ou reverter uma crise¹⁰³. Há o risco, até, de a intervenção não ter os efeitos pretendidos; ou, até, criar outros efeitos indesejados.

Qualquer desequilíbrio pode vir com uma variedade de consequências para a estabilidade financeira. Naturalmente, as atividades de intermediação bancária e intermediação não-bancária também são influenciadas.

Na perspetiva da intermediação não-bancária, as consequências da maior intervenção são a sua iliquidez (ausência de fluidez), por afastamento dos potenciais investidores interessados. Se os investidores (aforradores) sentirem que, por exemplo, as regulações pesadas podem prejudicar os seus interesses ou significar uma intromissão excessiva nos negócios, tentarão evitar estes mercados. Se um mercado não tem investidores, simplesmente não funciona.

Na perspetiva da intermediação bancária, estes problemas são ainda mais relevantes. Afinal, historicamente, têm sido o centro do sistema financeiro, e a principal forma como os

¹⁰² “In deciding how to regulate banks, it is important to consider the effect on the provision of asset services. In other words, we want to choose a regulatory policy that will give banks the incentive to give loans to profitable projects, to deny loans to unprofitable projects, and to perform the optimal level of monitoring. (We should also be concerned about the effect on competition and the pricing of the asset services. (...).”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIK, PHILIP H (1986), Pág. 59.

¹⁰³ “Beyond complexity, the tools of bank regulation suffer from epistemic and political problems. For example, capital and liquidity requirements are effective only until they are not. As long as a bank has adequate capital and liquidity, it will not have solvency or liquidity problems. The effectiveness of capital and liquidity requirements is entirely dependent on the regulatory determination to maintain the requirements at sufficiently high levels. It is difficult for regulators to know *ex ante* just how much capital and liquidity will be needed in the future, and regulators are subject to asymmetric lobbying pressures in regard to capital and liquidity requirements. Banks do not want higher capital and liquidity requirements, because higher requirements lower their return on equity and render them less attractive investments. Accordingly, banks will reliably lobby for lower capital and liquidity requirements, arguing for requirements closer to those necessary for times of normal stress rather than maintaining capital and liquidity against the rare peak-stress situation.”. LEVITIN, ADAM J. (2016), Pág. 385.

governos optaram por intervir e controlar os mercados financeiros. Um desequilíbrio na intervenção pode ter pelo menos dois efeitos diferentes.

Primeiro, sobre a solvência dos bancos (individualmente). Esta preocupação surge na perspectiva de que os intermediários financeiros (também) competem, e na procura de depósitos bancários, podem ter de tomar estratégias de negócio agressivas que prejudiquem a sua solvência.¹⁰⁴. Assim sendo os intermediários bancários encontram forma de contornar este problema pelas outras formas de cooperação e coevolução. Estas podem ser estratégias dos intermediários para cooptar o mercado, em vez de apenas competirem com outros intermediários. Também daqui podem advir riscos, como se viu na GFC. Este tópico será abordado no capítulo 2.

Em segundo lugar, pode representar um risco para todo o sistema. Este pode ser um subproduto da concorrência e da coevolução, ao fazer com que os bancos sejam menos resilientes e, simultaneamente mais dependentes e expostos ao risco presente no resto dos mercados financeiros¹⁰⁵. Veja-se, por exemplo, a importância do mercado de *repos* para o financiamento dos intermediários bancários. Uma situação semelhante à que o quadro institucional existente após a Grande Depressão tentava controlar. Dependendo da dimensão e/ou interconexões entre as instituições, em situações de *stress* essas fragilidades podem espalhar-se para todo o sistema financeiro. Isso foi visto durante a GFC, quando as interligações entre os intermediários (bancos, fundos e fundos de pensões) criaram um risco sistémico que

¹⁰⁴ “In this paper, I model specifically the competition from unregulated shadow banking sector and show how this competition will increase traditional commercial banks' risks. In particular, I model banks' agency cost as their non-contactable portfolio choices and moral hazard problem from limited liabilities. It is the agency problem in the sense of asset substitution by Jensen and Meckling (1976). Because of limited liabilities and deposit insurance, banks have incentive to hold riskier portfolios than the Pareto optimal ones. The intuition is that, when commercial banks face tougher competition from shadow banks in the deposit market, they will optimally raise their deposit rates (interest rate pricing is strategically complementary). However, while the deposit rates go up, the bankruptcy becomes more likely, and hence the asset substitution problem from limited liabilities will be exacerbated. As a result, commercial banks will choose to hold riskier portfolios.”. SHU, CHONG (2017), Pág. 2.

¹⁰⁵ “The relationship between the banking competition and the financial stability has also been widely studied in the empirical literature and is still under debate. A seminal article by Keeley (1990) shows that the bank's market power is related to a lower default risk. They show that when banks Tobin's Q (proxy for market power) increases due to regulatory changes, they tend to have a lower uninsured certificates of deposit rate (proxy for risk premiums) and a higher market capital to asset ratio (proxy for the prudence). Recent articles by Beck et al. (2003, 2006) support competition-fragility view and show that banking crisis are less likely to happen in concentrated banking systems. However, Boyd et al. (2006) and De Nicolo et al. (2007) show that banks' safety (measured by z-score) is negatively related to concentration and support the competition-stability view. Claessens et al. (2004) used a structural model to calculate the factors for the banking competitiveness. They found that the banking competitiveness is indeed positively related to the concentration, and the open to entry is the most important competitive pressure.”. Idem, ibidem. Pág. 3 e 4.

afetou seriamente a economia¹⁰⁶. Estas consequências, sobre a moeda, os preços e a estabilidade, serão pormenorizadas no capítulo 3.

Outro fenómeno associado à arbitragem regulatória é a inovação financeira. Com o tempo a regulação promulgada deixará de ser adequada para atingir os objetivos regulamentares inicialmente visados.¹⁰⁷ A utilização da inovação financeira, permitida pela arbitragem regulatória, torna a regulação obsoleta e obriga os legisladores a procurar novas formas de regulação¹⁰⁸. O que passa a ser uma tarefa inacabada e perene¹⁰⁹.

Provando este ponto de vista, os bancos e outros intermediários financeiros têm vindo a tirar partido das regulações distintas (tanto por mercado, de intermediação bancária ou não-bancária; como por jurisdição), em benefício das suas atividades lucrativas. Este parece ser especialmente o caso dos bancos, que alteraram o seu modelo de negócio perante a concorrência de outros intermediários. Mais uma vez, o conceito de coevolução parece ser a síntese e conceito chave para compreender um sistema financeiro em constante adaptação.

Finalmente, os mercados financeiros que temos hoje estão mais próximos do mundo de Bagehot (como desenvolvidos de 1850 a 1914), ainda que se organizem dentro do quadro

¹⁰⁶ “But why did the investment banks get into trouble? To the extent that they were acting strictly as dealers, they would have tried to maintain a matched book, in which purchases of protection from some clients served to hedge sales of protection to other clients. One way that investment bank dealers did this was by packaging up credit risk in a so-called synthetic CDO (collateralized debt obligation) and selling it to a client. In a cash CDO, the credit risk exposure comes from owning a basket of underlying actual securities; in a synthetic CDO, the credit risk comes from selling credit protection on a basket of underlying securities. During the boom, when clients were beating down the doors for product, it was a relatively easy matter to sell such synthetic CDOs and, as a consequence, it was relatively easy for the investment bank dealers to achieve matched book. (...) If both the shadow banking system and the investment bank dealer system were net buyers of AAA protection, then who was the net seller? The answer, as we learned in the crisis, was the insurance industry, including traditional bond insurers such as Ambac and MBIA, but also new entities such as the Financial Products Division of AIG. By insuring only the AAA tranches, they convinced themselves that they were getting money for nothing, since their models told them that the insured risk was extremely improbable. (...) Everyone knew that someone was selling very cheap credit insurance, but everyone thought it was someone else. In the crisis we found out that the net seller was both the investment banks and the insurance companies. And the key mistake that both of them made was in not appreciating the liquidity dimension of the system.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 127 a 129.

¹⁰⁷ “Over time the initially apt pattern of regulation and supervision becomes increasingly inept: the inherited structure of regulation and supervision first becomes not quite right and later becomes perverse. A cumulative effect of the institutional and usage changes that occur is that the institutions which are suppose to contain the endogenous disequilibrating forces of our economy lose much of their powers to do so.”. MINSKY, HYMAN P. (1994c), Pág. 5.

¹⁰⁸ “The recent large scale failures of banks and savings and loans organizations led to legislation that modified the practice of deposit insurance and established rules for the interventions by supervisory authorities when the capital of banking institutions has been compromised. The supervisory and regulating structure for banking and finance that is in place not only reflects institutional features of the economy stretching back over at least 150 years, it also reflects the understanding i.e. the economic theory, of how our type of economy works that ruled at the time when the bits and pieces of this structure was first put in place.”. Idem, ibidem, Pág. 5 e 6.

¹⁰⁹ “It is the strong endogenously determined evolutionary tendencies at work in a capitalist system which assures that the task of getting money and finance right may well be an never ending struggle. What is an appropriate structure of regulation and supervision of banking and finance at one point in time will become inappropriate as time goes by.”. Idem, ibidem Pág. 6.

institucional resultante da resposta à Grande Depressão. Como se verá no capítulo 5, a resposta à GFC introduziu algumas mudanças institucionais mas não alterou esta conclusão. Uma das mudanças mais importantes da resposta à Grande Depressão foi a institucionalização da função de *Lender of Last Resort*. Após a GFC, foi o alargamento oficial desta função a certos intermediários não-bancários. A segregação entre mercados persiste, mas a diferenciação do acesso ao financiamento de último recurso não. Este é mais um elemento que acelera o fenómeno da arbitragem regulatória.

Por estes motivos, a arbitragem regulatória é, no final, uma das principais fontes de risco sistémico e de risco moral (*moral hazard*). O risco sistémico decorre do descompasso entre as realizações regulamentares visadas e os resultados reais dessa intervenção. Ao tentar não criar riscos ilimitados no sistema financeiro, acabam por criar incentivos que direcionem os agentes económicos para o oposto da direção visada. Já o risco moral (*moral hazard*) resulta da diferença entre quem adquire os benefícios (intermediários financeiros) e quem assume os custos e externalidade negativas (o restante da sociedade).

No fim de contas, não se trata apenas de uma escolha privada dos intermediários financeiros, mas uma resposta à ação do ente público ao intervir nas atividades. Essas escolhas privadas de negócio também têm consequências na sociedade e na política pública. Essas condições refletir-se-ão na liquidez e solvência dos intermediários financeiros (bancos e intermediários não-bancários); na economia real (devido à falta de crédito ou condições financeiras disruptivas); e até nos contribuintes (devido aos regimes existentes que utilizam o orçamento público para apoiar a estabilidade financeira da intermediação bancária e não-bancária).

O *shadow banking* é um exemplo da coevolução das atividades dos intermediários financeiros. É um exemplo de como os bancos e outros intermediários financeiros não só competem ou complementam as suas atividades, como também coevoluem de forma diferente dos objetivos regulamentares. A forma como funcionam as atividades de *shadow banking*, a razão pela qual os agentes económicos as valorizam e porque representam riscos e riscos morais será detalhado no capítulo seguinte. O *shadow banking* é um produto da arbitragem regulatória, como se verá.

Mas podemos dizer que hoje, o mercado financeiro é um grande *shadow bank*. Isso não se alterou desde 2008 e a GFC.

2. O PROBLEMA: A ATIVIDADE DE SHADOW BANKING

Durante a cimeira do G20 de 2010 em Seul, os representantes dos governos mandataram o FSB para desenvolver recomendações sobre a regulação e supervisão das atividades de *shadow banking*¹¹⁰. Este esforço, nas palavras do FSB, visava transformar as atividades de *shadow banking* num instrumento de financiamento resiliente do mercado¹¹¹. Desde então, os governos patrocinaram (através de esforços de coordenação internacional) ou promulgaram (através da regulamentação nacional) atos regulamentares e de supervisão para transformar este objetivo em realidade. Este foi um elemento essencial da resposta à GFC. Os pormenores, inclusive sobre o mandato mais geral aplicável ao mercado financeiro, são detalhados no capítulo 5.

Mas o que é o *shadow banking*?

A história de como nasceu o termo “*Shadow Banking*” é bem conhecida. O conto diz que foi mencionado pela primeira vez pelo executivo da PIMCO (uma das maiores firmas de investimento e gestão de fundos), Paul McCulley, numa conferência patrocinada pelo FED.¹¹² De um modo geral, referiu-se ao sector de *shadow banking* como a atividade desenvolvida por (i) intermediários financeiros que financiam as suas atividades com financiamento de curto

¹¹⁰ “Strengthening regulation and supervision of shadow banking: With the completion of the new standards for banks, there is a potential that regulatory gaps may emerge in the shadow banking system. Therefore, we called on the FSB to work in collaboration with other international standard setting bodies to develop recommendations to strengthen the regulation and oversight of the shadow banking system by mid-2011.”. G20 (2010), Pág. 10.

¹¹¹ “Non-bank financing provides a valuable alternative to bank funding and helps support real economic activity. It is also a welcome source of diversification of credit supply from the banking system, and it provides healthy competition for banks. As demonstrated by the 2007- 09 global financial crisis, however, if non-bank financing is involved in bank-like activities, transforming maturity/liquidity and creating leverage like banks, it can become a source of systemic risk, both directly and through its interconnectedness with the banking system. To address these risks, and to build safer, more sustainable sources of non-bank financing for the real economy, the FSB has been working on transforming shadow banking into resilient market-based finance as a core element of regulatory reforms.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2015e), Pág. 1.

¹¹² “I coined the term “shadow banking system” in August 2007 at the U.S. Federal Reserve’s (Fed’s) annual symposium in Jackson Hole, Wyoming. Unlike conventional regulated banks, unregulated shadow banks fund themselves with uninsured short-term funding, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks. Because they fly below the radar of traditional bank regulation, these levered-up intermediaries operate in the shadows without backstopping from the Fed’s discount lending window or access to FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) deposit insurance.”. MCCULEY, PAUL. (2009), Pág. 257.

prazo e sem garantia, e que (ii) normalmente estão fora da esfera de regulação e supervisão das autoridades competentes¹¹³.

A utilização do termo “sombra” (*shadow*) não é neutro. Inicialmente estas atividades foram mal-encaradas, trazendo consigo uma marca negativa, até maliciosa ¹¹⁴. No entanto a realidade (boa ou má) impôs-se. Esta não é uma atividade menor ou pouco representativa; ao contrário, o *shadow banking* é uma parte importante da cadeia das atividades globais de intermediação financeira. De tal forma que, desde 2019, o FSB deixou de referir-se a esta atividade como “*shadow banking*”, passando oficialmente a referir-se a ela como NBFi – *non-bank financial intermediation* ¹¹⁵. Uma legitimação explícita que reflete a importância fática desta atividade nas atividades de intermediação financeira e no modelo de negócio das instituições (bancárias e não-bancárias).

A definição que McCulley propôs pode ser considerada bastante vaga. O fluxo operacional que descreve, no entanto, é muito mais complexo. Em primeiro lugar, os intermediários bancários procuravam ter acesso a mais alavancagem do que a permitida pela regulação. Em segundo lugar, os intermediários bancários utilizaram determinadas entidades e/ou veículos para o efeito, normalmente designadas por estruturas fora do balanço (*off-balance sheet structures*). Em terceiro lugar, angariaram os fundos com passivos não garantidos (*unsecured liabilities*). Em quarto lugar, normalmente (ainda que não em todas as ocasiões) o *shadow banking* manteve algum nível de dependência (indireta ou apenas reputacional) do sistema bancário, com acesso à liquidez dos bancos centrais¹¹⁶.

¹¹³ “Unlike conventional regulated banks, unregulated shadow banks fund themselves with uninsured short-term funding, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks. Because they fly below the radar of traditional bank regulation, these levered-up intermediaries operate in the shadows without backstopping from the Fed’s discount lending window or access to FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) deposit insurance.”. Idem, ibidem, Pág. 257.

¹¹⁴ “Shadow banking” is a great term. Although the term fails to impart much meaning, it manages to convey the impression that, whatever it is, it must be nefarious, somewhat clandestine and of dubious legality. To those who have some familiarity with shadow banking, the term seems an apt label for a financial world that, albeit legal, sometimes is nefarious and somewhat clandestine.”. MACEY, JONATHAN (2011-2012), Pág. 593.

¹¹⁵ “On 22 October 2018, the FSB announced its decision to replace the term “shadow banking” with the term “non-bank financial intermediation” in future communications.12 This change in terminology is intended to emphasise the forward-looking aspect of the FSB’s work to enhance the resilience of non-bank financial intermediation and clarify the use of the technical terms. The change in terminology does not affect the substance or coverage of this Report. Moreover, the change in terminology does not affect the substance or coverage of the agreed monitoring framework and policy recommendations, which aim to address bank-like financial stability risks arising from non-bank financial intermediation (ie maturity/liquidity transformation, leverage and/or imperfect credit risk transfer). The FSB’s work to transform shadow banking into resilient market-based finance will now be referred to as its work to enhance the resilience of non-bank financial intermediation.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2019), Pág. 9.

¹¹⁶ “The allure of shadow banking over the last decade or so is unambiguous: There is no better way for bankers to maximally leverage the inherent banking model (of borrowing cheap and lending rich) than by

As consequências deste modelo de negócio foram amplamente vistas na GFC; e o fluxo operacional do *shadow banking* continua a representar uma ameaça relevante ao ponto de suscitar uma preocupação legítima das autoridades. A ideia, já referida no capítulo 1, e que será desenvolvida no capítulo 3, liga corretamente a ascensão do *shadow banking* à ideia de inovação financeira; o que faz com que, a dada altura, a regulação financeira e a supervisão fiquem desatualizadas acerca da práticas de mercado vigentes.

O *shadow banking* está no meio, entre os dois mercados de intermediação (bancário e não-bancário), e conecta-os substancialmente. É o resultado de três fatores diferentes: a desregulamentação progressiva das atividades financeiras, ocorrida desde a década de 1980; a conduta ativa dos intermediários em práticas de arbitragem regulatória; e das mudanças nos intermediários, estruturas e serviços que surgiram com a inovação financeira. Todos estes fatores foram descritos no capítulo 1

Em primeiro lugar, do lado regulamentar, a mudança mais importante foi a revogação da regra estrita de separação entre as atividades bancárias e de investimento dos bancos. Isto permitiu ao mercado reconstruir as ligações existentes antes da Grande Depressão entre intermediários financeiros. Como se viu, a organização através de uma *bank holding company* desempenha um papel fundamental. Ela não é a única (na verdade, essa ponte pode constituir-se por uma mera cláusula contratual), mas é a principal e mais evidente ponto que faz a ligação entre os mercados de intermediação financeira.

Em segundo lugar, no que se refere à arbitragem regulatória, os intermediários financeiros encontraram na coevolução (já abordada no capítulo 1) novas oportunidades de negócio e aumento dos lucros (especialmente diminuindo os custos associados à carga regulatória). O *shadow banking* é um exemplo paradigmático dessa coevolução.

Em terceiro lugar, no que se refere à inovação financeira, deve ser referida uma mudança infraestrutural que a viabilizou. Afinal, a existência de novas práticas, estruturas e serviços apenas foi permitida pela melhoria das telecomunicações. Melhorar essa que os intermediários, naturalmente, souberam instrumentalizar em seu benefício. Inclusive para efetivamente integrar o mercado internacional, ultrapassando várias limitações impostas pela noção de jurisdição

becoming nonbank bankers, or shadow bankers. And they did this in droves, running leveraged lending and investment institutions known as investment banks, conduits, structured investment vehicles, and hedge funds.¹ They did so by raising funding in the nondeposit markets, notably unsecured debt—such as interbank borrowing and commercial paper—and secured borrowing—such as reverse repurchase agreements (repo) and asset-backed commercial paper. And usually, but not always, such shadow banks maintained a reliance on conventional banks (those with access to the Fed’s window) by securing lines of credit with these latter banks.” MCCULEY, PAUL. (2009), Pág. 257 e 258.

soberana. É difícil imaginar o mercado global contemporâneo sem, por exemplo, a massificação dos meios de comunicação instantânea à distância. É impossível que uma rede tão complexa de transações dependentes e quase imediatas fosse possível sem as alterações tecnológicas aplicadas nas atividades de intermediação financeira.

Outra característica que torna as atividades de *shadow banking* tão peculiares, é a sua inserção no sistema financeiro global. O sistema de *shadow banking* não ocorre apenas dentro dos limites de uma única jurisdição¹¹⁷. Embora se assemelhe à integração financeira internacional existente em 1914 (conforme detalhado no capítulo 1), este sistema que inclui o *shadow banking* não se realiza num sistema com múltiplos centros, como naquela altura. Nesse sistema, as fronteiras eram relevantes e cada centro representava um mercado financeiro interno (ligado a uma economia local própria), ainda que integrado internacionalmente. Este não é certamente o caso do *shadow banking*. Tudo ao contrário, uma vez que esta teia institucional e contratual de relações é puramente supranacional, e não está vinculada por fronteiras ou diretamente ligada a quaisquer centros financeiros nacionais¹¹⁸. Uma natureza que nem mesmo a GFC pôde parar e que, apesar da crise, se fortificou e não foi destruída nos anos seguintes¹¹⁹.

O sector cresceu rapidamente, num curto período (de 2002 a 2007)¹²⁰. Pode ser que o seu crescimento rápido tenha surpreendido as autoridades e que estas, inebriadas pelas suas

¹¹⁷ “Too often in economic debate about balance of payments deficits, the conversation focuses on owned reserves as first resort, and multilateral official borrowing as last resort, to the neglect of the more common everyday action of international money markets. In actual fact it is here, in the private credit mechanism, that we find the primary source of elasticity and discipline that makes the international payments system work. In effect, deficit countries typically settle daily not with owned reserves but rather with borrowed reserves, reserves borrowed either directly or indirectly from surplus countries in the private international money market. In this way short term capital flows facilitate international commerce, both gross and net, on both capital and trade account.”. MEHRLING, PERRY (2015), Pág. 1.

¹¹⁸ “Over the last three decades or so, the growth of “banking” outside formal, sovereign-regulated banking has exploded, and it was a great gig as long as the public bought the notion that such funding instruments were “just as good” as bank deposits.”. MCCULEY, PAUL. (2009), Pág. 259.

¹¹⁹ “From this standpoint, more important than official reserve flows or official borrowing is the network of central bank swap lines that backstop international money markets. One consequence of the financial crisis of 2009 has been a formalization and extension of that network. According to McDowell (2015, 1) “more than 70 such swap agreements have been signed since 2008 involving over 50 countries in every region of the world.” Figure 1 provides a rough sense of the topology of that network as of 2015, which apparently has two centers, one in the United States and one in China, but the image is misleading since not all swaps are equal.”. MEHRLING, PERRY (2015), Pág. 1 e 2.

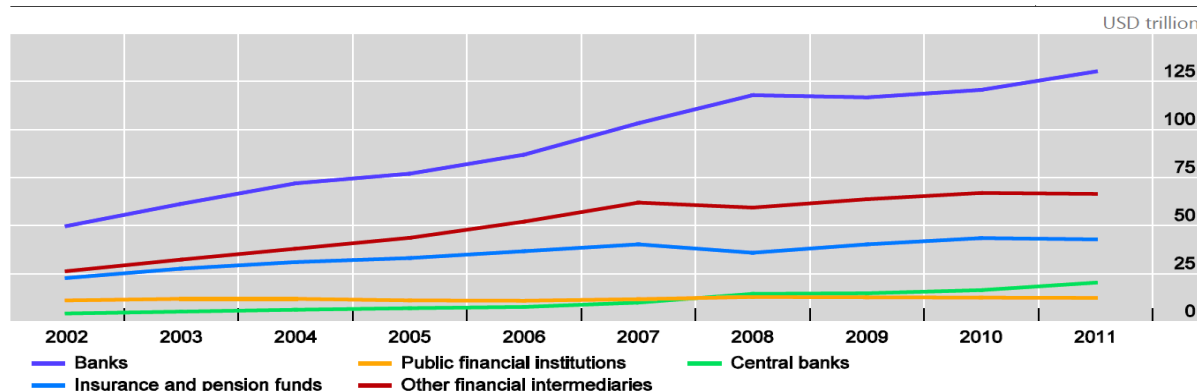
¹²⁰ “According to one measure of the size of the shadow banking system, it grew rapidly before the crisis, from an estimated \$27 trillion in 2002 to \$60 trillion in 2007, and remained at around the same level in 2010.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2011), Pág. 1.

virtudes¹²¹; tenham desconsiderado os riscos subjacentes a este sistema¹²². Como se poderá ver no capítulo 5, após a GCF as autoridades fizeram um relevante esforço de intervenção para tentar aumentar a regulação, melhorar a supervisão e controlar esses riscos. Um desses esforços consiste no relatório anual conjunto do FSB e das jurisdições monitorizadas sobre as atividades globais de *shadow banking* (sintetizados pelo FSB nos seguintes conceitos, nos relatórios citados: MUNFI e OFI em 2011 e 2017; e como NBFi em 2021). O objetivo é perceber como é que o sector está a evoluir, tentando antever eventuais riscos crescentes. Uma das tendências que esses relatórios apontam é a de que o *shadow banking* continua a crescer consistentemente em todas as jurisdições. Trata-se de uma tendência pré-GFC (como já referido) que estagna nos anos seguintes a essa crise, mas que desde então tem vindo a aumentar sua quota de mercado. Em 2011 o *shadow banking* (neste caso, apenas retratado como os OFI) representava cerca de 25% do total dos ativos da intermediação financeira, sendo que o total da intermediação não-bancária (MUNFI) correspondia a US\$67 biliões¹²³, como se verifica nas Figuras 3 e 4:

Total assets of financial intermediaries

20 jurisdictions and euro area

Exhibit 2-1



Source: National flow of funds data.

Figura 3 - FINANCIAL STABILITY BOARD (2012), Pág. 9.

¹²¹ “Intermediating credit through non-bank channels can have advantages. For example, the shadow banking system may provide market participants and corporations with an alternative source of funding and liquidity. It may also provide efficient credit in the economy as some non-bank entities may have specialised expertise that enables them to provide certain functions in the credit intermediation chain more cost-efficiently.”. Idem, ibidem, Pág. 1.

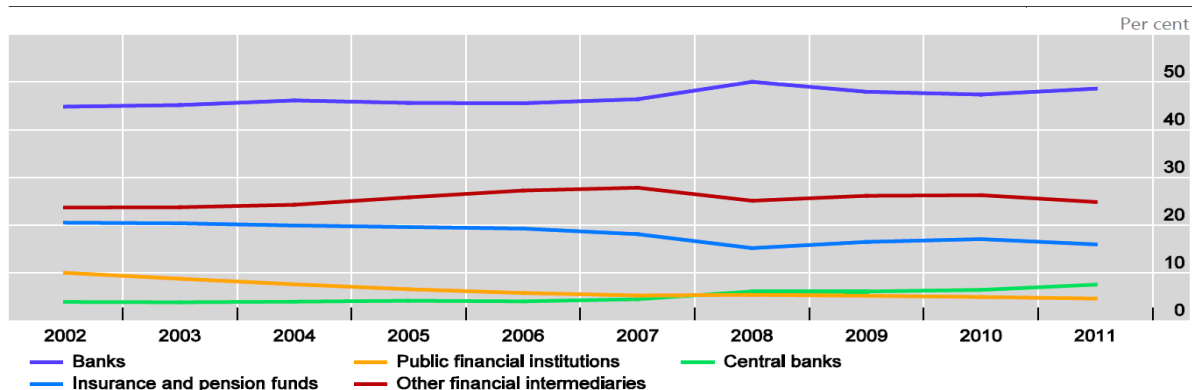
¹²² “However, as the financial crisis has shown, the shadow banking system can also become a source of systemic risk, both directly and through its interconnectedness with the regular banking system. Short-term deposit-like funding of non-bank entities can lead to “runs” in the market if confidence is lost. The use of non-deposit sources of collateralised funding can also facilitate high leverage, especially when asset prices are buoyant and margins/hairecuts on secured financing are low. Moreover, the risks in the shadow banking system can easily spill over into the regular banking system as banks often comprise part of the shadow banking credit intermediation chain or provide support to shadow banking entities. These risks are amplified as the chain becomes longer and less transparent.”. Idem, ibidem, Pág. 1 e 2.

¹²³ FINANCIAL STABILITY BOARD (2012b), Pág.8 e 9.

Share of total financial assets

20 jurisdictions and euro area

Exhibit 2-2



Source: National flow of funds data.

Figura 4 - FINANCIAL STABILITY BOARD (2012), Pág. 9.

Já em 2017, a cota da intermediação não-bancária (MUNFI) correspondia a 48,2%, representando um valor de US\$184.3 bilhões¹²⁴; sendo que os OFI representavam 30,5% dos ativos financeiros globais, equivalentes a US\$ 116,6 bilhões, como se vê pela Figura 5:

Macro-mapping of the financial system

21+EA-Group

Exhibit 2-1

	Total global financial assets	Central banks	Banks	Public financial institutions	MUNFI			
					Insurance corporations ¹	Pension funds	OFIs	Financial auxiliaries
Size at end-2017 (USD trillion)	382.3	30.1	150.8	17.0	32.8	33.7	116.6	1.2
Share of total global financial assets (%)	100.0	7.9	39.4	4.5	8.6	8.8	30.5	0.3
Growth in 2017 (year-over-year, %)	5.3	8.8	2.8	4.9	4.8	6.8	7.6	22.6
Growth 2011-16 (annualised growth, %)	5.9	8.9	3.6	4.2	6.0	6.1	8.9	7.0

Some exchange rate effects have been netted out by using a constant exchange rate (from 2017). ¹ For some jurisdictions, data on insurance corporations include separate accounts.

Sources: Jurisdictions' 2018 submissions (national sectoral balance sheet and other data); FSB calculations.

Figura 5 - FINANCIAL STABILITY BOARD (2019), Pág. 13.

Finalmente, como exposto na Figura 6, em 2021 o NBFi (equivalente à MUNFI, nos anos anteriores) representava 49,2% do total dos ativos, equivalentes a \$239.3 bilhões em 2021¹²⁵. Isto significa que metade dos ativos financeiros globais são originados fora do sistema bancário:

¹²⁴ FINANCIAL STABILITY BOARD (2019), Pág. 4.

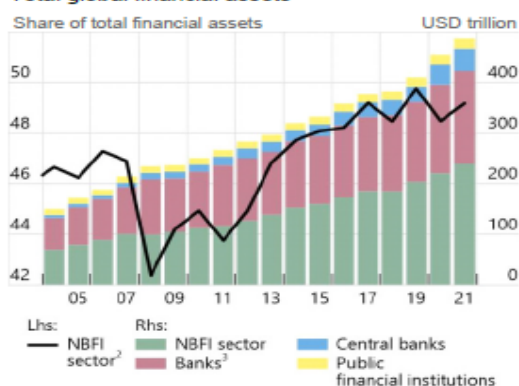
¹²⁵ FINANCIAL STABILITY BOARD (2022b), Pág. 6.

NBFI as a share of total global financial assets increased in 2021, after a decrease in 2020

21+EA-Group

Graph 1-1

Total global financial assets¹



Composition of the global financial system⁴

	Total global financial assets	Central banks	Banks ³	PFIs ⁴	NBFI sector
Size at end-2021 (USD trillion)	486.6	44.1	182.9	20.3	239.3
Share of total global financial assets (%)	100.0	9.1	37.6	4.2	49.2
Growth in 2021 (year-over-year, %)	7.7	12.0	5.5	4.5	8.9
Growth 2016–20 (annualised growth, %)	6.5	11.1	5.5	5.0	6.6

¹ Includes data for Russia up until 2020. ² NBFI includes ICs, PFs, OFIs and financial auxiliaries. ³ All deposit-taking corporations. ⁴ Does not include data for Russia. ⁵ Public financial institutions.

Source: Jurisdictions' 2022 submissions (national sector balance sheet and other data) and 2021 submission for Russia; FSB calculations.

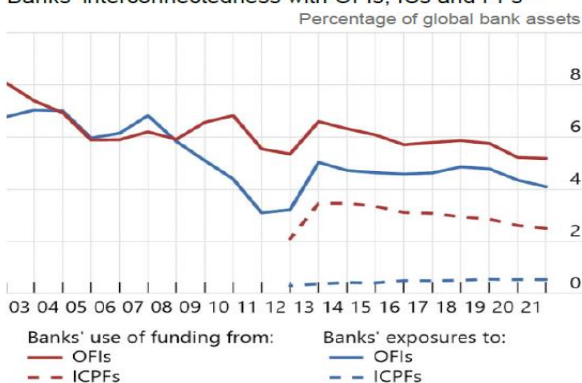
Figura 6 - FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 7.

As conexões (no passivo, como fonte de financiamento, e no ativo como ativo) entre a intermediação bancária e não bancária mantêm-se estáveis desde 2011, ainda que com tendência decrescente. Para os intermediários bancários, o canal de financiamento (passivo) é mais importante do que a exposição de risco de crédito (ativo) aos intermediários não-bancários, como se verifica na Figura 7:

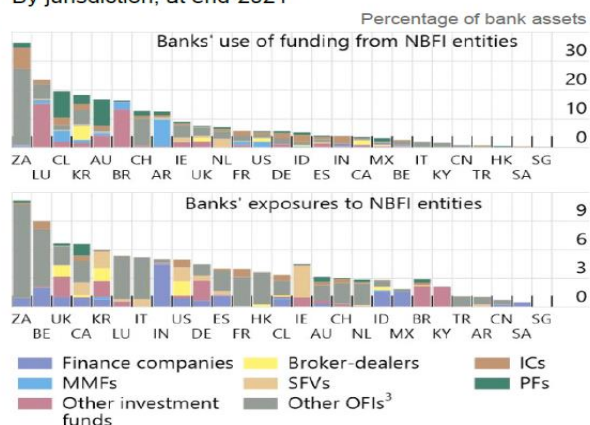
Banks' use of funding from NBFI entities was larger than its exposure to NBFI entities

Graph 1-10

Banks' interconnectedness with OFIs, ICs and PFs¹



By jurisdiction, at end-2021²



The left-hand panel includes data for the 21+EA-group, while the right-hand panels include data for the 29-Group

¹ Funding from and exposures to ICs and PFs are merged ("ICPFs"). Includes data for Russia up until 2020. The sharp rise in OFI linkages in 2013 partly reflected the availability of euro area aggregate data from 2013 onwards. ² For upper (lower) panel, banks' use of funding from (exposure to) the corresponding NBFI sub-sector, net of prudential consolidation (where data permits), as a share of bank assets. Neither includes data for Russia. ³ 'Other OFIs' includes CCPs, HFs, TCs and unidentified OFIs.

Source: Jurisdictions' 2022 submissions (national sector balance sheet and other data) and 2021 submission for Russia; FSB calculations.

Figura 7 - FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 25.

Já a Figura 8 reflete que a exposição dos NBFIs ao sector bancário diminuiu em percentagem dos seus ativos, tendo aumentado em relação a outros intermediários financeiros. Isto parece sugerir uma separação, que não acontece na prática, uma vez que os canais indiretos parecem manter-se. Apenas demonstra que o aumento de riscos, antes feito “num ambiente controlado” do sistema bancário, ocorre agora fora desse sistema:

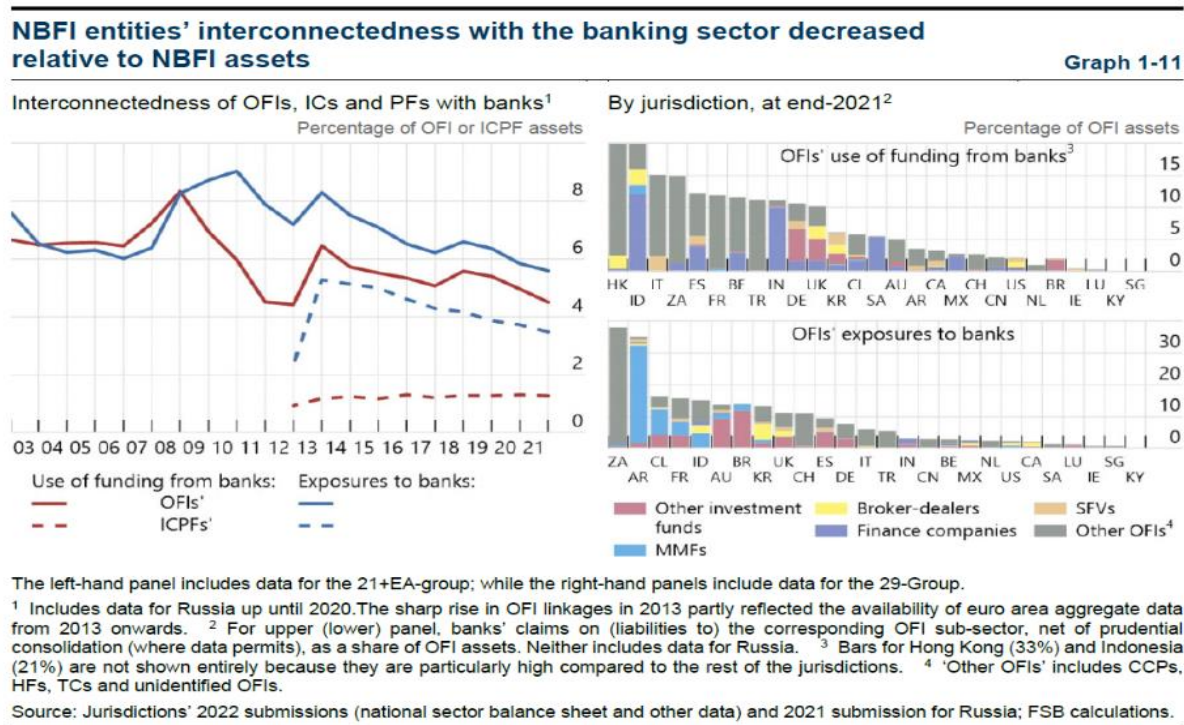


Figura 8 -FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 26.

Sem prejuízo do anterior, uma importante ligação continua a ser a exposição dos NBFIs aos depósitos no sector bancário (reforçando a ideia de financiamento dos intermediários bancários por NBFIs), parecendo constituir-se como um importante canal direto de contágio, como demonstrado na Figura 9:

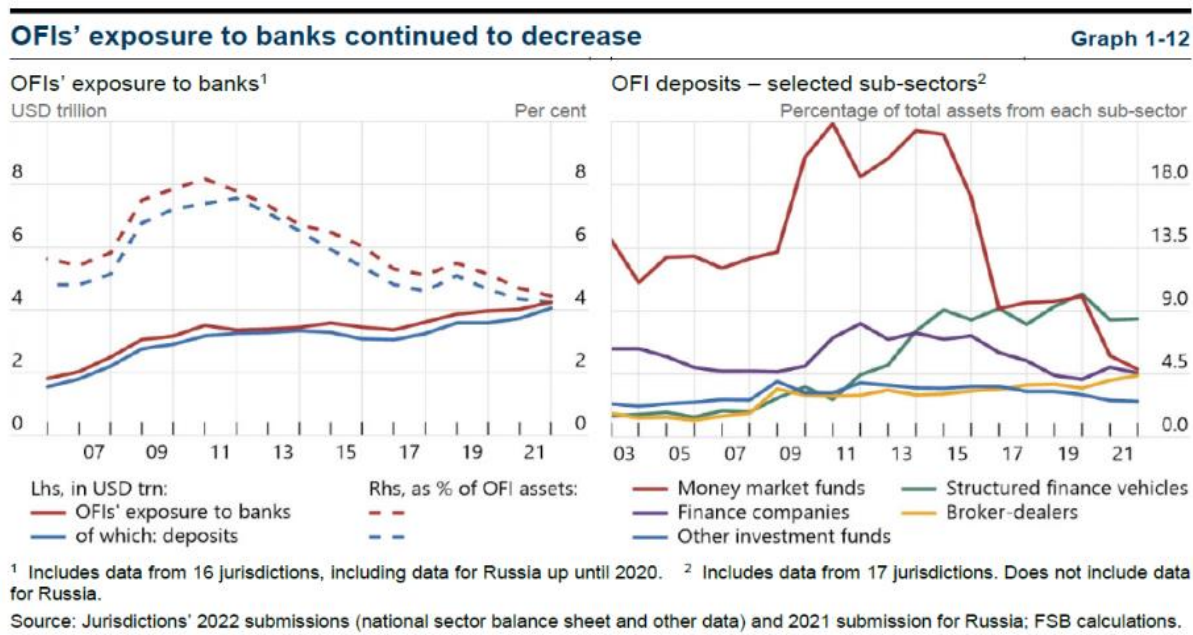


Figura 9 -FINANCIAL STABILITY BOARD (2022), Pág. 27.

Estes dados (das Figuras 7, 8 e 9) sobre a exposição direta entre o sector bancário e o não-bancário confirmam que essa relação se mantém importante. No entanto, e como decorrerá deste capítulo 2, podem não conseguir ilustrar totalmente a dinâmica entre os dois sectores (de intermediação bancária e não-bancária): por um lado, em relação à questão da garantia implícita; por outro, pela transmissão via preços dos ativos.

O objetivo deste capítulo é, primeiro, compreender a estrutura do balanço dos intermediários financeiros e como obtém o seu lucro (todos os intermediários financeiros, incluindo bancos e não-bancos). Neste contexto, e em segundo lugar, o próximo passo é compreender o porquê, como e quem se beneficia das atividades de *shadow banking*. Em terceiro lugar, pretendemos propor uma definição de *shadow banking*. Por último, em quarto lugar, é feita a análise de como o *shadow banking* pode ser uma ameaça à estabilidade financeira e à gestão do ativo líquido e das condições de liquidez.

2.1 A estrutura de capital e modelo de negócio dos intermediários financeiros

Diferentes incentivos comandam a forma como os balanços dos intermediários financeiros são formados, e como estes agentes financeiros estruturam as suas operações comerciais em busca de lucros.

Uma proposta sobre estrutura de capital será o ponto de partida para este título. Em 1958, os economistas Franco Modigliani e Merton Miller pesquisaram estruturas de capital

eficientes, e criaram um teorema: conhecido como o “Teorema de Modigliani-Miller”. Esta proposta (sobre estrutura de capital) deve ser lida no contexto mais abrangente e como parte da hipótese do mercado eficiente¹²⁶, em conjunto com o CAPM e a *Efficient Capital Markets Hypothesis*¹²⁷. Neste quadro teórico, os mercados são assumidos como eficientes e, dessa forma, os preços dos valores dos ativos refletiriam sempre a informação existente. Por conseguinte, os preços estariam sempre corretos (por refletirem a informação disponível). Caso contrário, se algum agente de mercado encontrasse uma oportunidade de arbitragem, este agente aproveitar-se-ia dela e o preço do ativo voltaria ao equilíbrio¹²⁸. Portanto, para tornar o mercado eficiente, a informação deve ser generalizada e com custos de aquisição insignificantes ou inexistentes¹²⁹. São também assumidas como premissas a atuação de agentes perfeitamente racionais e a ausência de custos de transação¹³⁰.

O Teorema de Modigliani-Miller baseia-se no princípio de que qualquer estrutura de capital selecionada para uma empresa é irrelevante¹³¹. Num balanço, o valor total do passivo

¹²⁶ “The logic of these theories was compelling in a world of perfect markets—which included, of course, the assumption that market prices reflected all relevant information. The theoretical power of perfectly informed prices easily led to the question whether prices in some real markets might roughly approximate fully informed prices, at least with respect to publicly available information.”. GILSON, RONALD J. ; KRAAKMAN, REINIER (2014), Pág. 326.

¹²⁷ “For present purposes, we will focus on three bodies of theory that arose in the period from the late 1950s to the early 1970s. These sought to state rigorously how capital assets are priced, whether a corporation's choice of which capital assets to issue affects the corporation's value, and whether the market price of capital assets reflects all available information concerning their value. These three familiar theories—the Capital Asset Pricing Model, the Miller-Modigliani Irrelevance Propositions, and the Efficient Capital Market Hypothesis—shared a critical common methodology. The theories' rigor is achieved through an extensive set of perfect markets assumptions—in essence, rational investors, perfect information, and no transaction costs.”. GILSON, RONALD J. ; KRAAKMAN, REINIER (2003), Pág. 718.

¹²⁸ “In addition to its prediction of the information content of stock prices, the ECMH also played a critical integrative role, providing the necessary link between asset pricing and capital structure choice through the medium of market prices. Both CAPM and the Modigliani-Miller propositions depend on an arbitrage mechanism for their proof: mispricing will be traded away. But for arbitrage to be triggered by mispricing, market prices must be reasonably informative. Thus, along this important dimension, the positive power of the three theories rise and fall together.”. Idem, ibidem, Pág. 719.

¹²⁹ “We concluded that the level of market efficiency with respect to a particular fact is dependent on which of a number of mechanisms—universally informed trading, professionally-informed trading, derivatively informed trading, and uninformed trading operated to cause that fact to be reflected in market price. Which mechanism was operative, in turn, depended on the breadth of the fact's distribution, which in turn depended on the cost structure of the market for information. The lower the cost of information, the wider its distribution, the more effective the operative efficiency mechanism and, finally, the more efficient the market.”. Idem, ibidem, Pág. 716.

¹³⁰ “The theories' rigor is achieved through an extensive set of perfect markets assumptions—in essence, rational investors, perfect information, and no transaction costs.”. Idem, ibidem, Pág. 718.

¹³¹ “Proposition III. If a firm in class k is acting in the best interest of the stockholders at the time of the decision, it will exploit an investment opportunity if and only if the rate of return on the investment, say p^* , is as large as or larger than p_k . That is, the cut-off point for investment in the firm will in all cases be p_k and will be completely unaffected by the type of security used to finance the investment. Equivalently, we may say that regardless of the financing used, the marginal cost of capital to a firm is equal to the average cost of capital, which

(passivo e capital), referidos como “interesses de propriedade” (*ownership interests*), é o mesmo. Questionam, então, por que razão os ativos teriam a sua avaliação afetada pelas características específicas dos tais interesses de propriedade. Para eles o valor do ativo não deve ser afetado por essas especificidades dos interesses de propriedade, uma vez que o mercado avaliaria os ativos pelo seu valor (capacidade de gerar fluxos positivos) e agarraria a oportunidade de arbitragem quando existisse (de obter um ativo subestimado em relação aos fluxos gerados). Na sua teoria, se os ativos não puderem ser afetados pelos interesses de propriedade, o valor da empresa (que reflete o valor patrimonial do seu ativo) também não pode ser afetado (em correlação com a teoria do CAPM)¹³².

Isto significa que, sob o Teorema Modigliani-Miller, não há benefícios em obter financiamento de dívida ou de capitais próprios (ou vice-versa). O valor de uma empresa corresponde principalmente ao valor dos seus ativos; e, conseqüentemente, o risco de uma empresa está associado aos seus ativos e não à sua estrutura de capital.

Ao mesmo tempo que faz uma contribuição válida, o Teorema Modigliani-Miller tem sido amplamente contestado¹³³. O mundo em que esta proposta é feita supõe a inexistência de atritos e custos de transação, mercados perfeitamente informados e agentes sempre dispostos a aproveitar as oportunidades de arbitragem do mercado. Um mundo que simplesmente não

is in turn equal to the capitalization rate for an unlevered stream in the class to which the firm belongs.”. MODIGLIANI, FRANCO ; MILLER, MERTON H. (1958), Pág. 288.

¹³² “Miller-Modigliani Irrelevance Propositions share the same conceptual structure. That the choice of a debt-equity ratio does not affect firm value is, in Miller's words thirty years later, “an implication of equilibrium in perfect capital markets.” Like CAPM, the perfect capital market assumptions result in the Irrelevance Propositions appearing tautological. Think of a simple T diagram, with assets on one side and ownership interests-debt and equity-on the other. The balance sheet balances because of another tautology: the total value of the assets corresponds to the total ownership-- debt and equity-interests. Why then should the divisions on the right side of the balance sheet-the manner in which ownership interests are divided-affect the left side of the balance sheet-that is, the value of the assets? 14 If for some reason debt or equity was mispriced, arbitrage would restore the proper relation, so that increasing the amount of lower cost debt would result in an offsetting increase in the cost of equity and vice versa.”. GILSON, RONALD J. ; KRAAKMAN, REINIER (2003), Pág. 718 e 719.

¹³³ “By contrast, we know very little about capital structure. We do not know how firms choose the debt, equity or hybrid securities they issue. We have only recently discovered that capital structure changes convey information to investors. There has been little if any research testing whether the relationship between financial leverage and investors' required return is as the pure MM theory predicts. In general, we have inadequate understanding of corporate financing behavior, and of how that behavior affects security returns. I do not want to sound too pessimistic or discouraged. We have accumulated many helpful insights into capital structure choice, starting with the most important one, MM's No Magic in Leverage Theorem (Proposition 1). We have thought long and hard about what these insights imply for optimal capital structure. Many of us have translated these theories, or stories, of optimal capital structure into more or less definite advice to managers. But our theories don't seem to explain actual financing behavior, and it seems presumptuous to advise firms on optimal capital structure when we are so far from explaining actual decisions.”. MYERS, STEWART C. (1984), Pág. 575.

reflete as condições reais do mercado, como criticado pela teoria comportamental¹³⁴. No mundo real existem atritos e condições que justificam a opção pela dívida ou pelo capital próprio na formação da estrutura de capital de uma empresa. Como exemplos desses fatores e atritos temos, por exemplo, os regimes preferenciais decorrentes de leis de falência ou os benefícios advindos de diferentes regimes fiscais (favorecendo a dívida sobre o capital, ou o contrário)¹³⁵.

Mais do que isso: a existência de atritos é uma obviedade do mundo, ainda mais no caso dos intermediários financeiros (especialmente os bancários) que devem observar o constrangimento fundamental de sobrevivência a que estão sujeitos pelos serviços de transformação de maturidade e liquidez que realizam.

No caso dos intermediários bancários, e num mundo mais simples, os bancos angariariam fundos e aplicariam esses recursos em ativos de crédito (empréstimos, obrigações, etc.). Os juros cobrados nos empréstimos deveriam ser suficientes para cobrir, em primeiro lugar, os custos da operação, tais como a tecnologia de verificação e certificação de crédito, custos operacionais, etc. Em segundo lugar, devem também ser suficientes para cobrir os custos de financiamento das atividades dos intermediários. Finalmente, em terceiro lugar, deve ser suficiente para pagar lucros aos detentores do capital dos intermediários (seus acionistas). Mas a realidade é mais complexa do que esta descrição.

Os intermediários financeiros bancários têm duas principais fontes de lucro: primeiro, a mais conhecida, a intermediação de crédito. Já a segunda, provém também da criação de

¹³⁴ “The criticism of the rationality premise builds on an important literature growing out of work by cognitive psychologists Daniel Kahneman and Amos Tversky, which uses decision-making experiments to show how individuals' cognitive biases can lead them to systematically misassess an asset's value. The list of biases has grown impressively with time, and includes overconfidence, the tendency of individuals to overestimate their skills; the endowment effect, the tendency of individuals to insist on a higher price to sell something they already own than to buy the same item if they do not already own it; loss aversion, the tendency for people to be risk averse for profit opportunities, but willing to gamble to avoid a loss; anchoring, the tendency for people to make decisions based on an initial estimate that is later adjusted, but not sufficiently to eliminate the influence of the initial estimate; framing, the tendency of people to make different choices based on how the decision is framed such as whether it is framed in terms of the likelihood of a good outcome or in terms of the reciprocal likelihood of a bad outcome; and hindsight, the tendency of people to read the present into assessments of the past.”. GILSON, RONALD J. ; KRAAKMAN, REINIER (2003), Pág. 724.

¹³⁵ “The arbitrage proof of this proposition can now be found in virtually every textbook in finance, followed almost invariably, however, by a warning to the student against taking it seriously. Some dismiss it with the statement that firms and investors can't or don't behave that way. I'll return to that complaint later in this talk. Others object that the invariance proposition was derived for a world with no taxes, and that world, alas, is not ours. In our world, they point out, the value of the firm can be increased by the use of debt since interest payments can be deducted from taxable corporate income. To reap more of these gains, however, the stockholders must incur increasing risks of bankruptcy and the costs, direct and indirect, of falling into that unhappy state. They conclude that the balancing of these bankruptcy costs against the tax gains of debt finance gives rise to an optimal capital structure, just as the traditional view has always maintained, though for somewhat different reasons.”. MILLER, MERTON H. (1977), Pág. 262.

liquidez e da utilização do passivo. Como se pode ver, isto torna relevante a estrutura de capital dos intermediários financeiros.

2.1.1 A relevância da estrutura de capital dos intermediários financeiros

A conclusão necessária é que o Teorema de Modigliani-Miller não é capaz de explicar apropriadamente a estrutura financeira, o modelo de negócio e a avaliação dos ativos dos intermediários financeiros (especialmente dos bancários)¹³⁶. Sendo que, no caso dos intermediários financeiros, às críticas comuns ao modelo deve ser somada a observação de que o modelo não incorpora a evidência de que o valor dos intermediários financeiros também advém do seu passivo (e não apenas do seu ativo).

Como referido, os intermediários lucram pela oferta de crédito (listados como ativos no seu balanço); mas também pela oferta de produtos líquidos (listados no passivo do seu balanço). O modelo falha em capturar a função económica de transformação de liquidez dos intermediários financeiros (descrita no capítulo 1).

Isso faz com que, mesmo no mundo proposto como premissa para o Teorema de Modigliani-Miller (materialmente diferente das condições do mundo real), ainda ali os intermediários financeiros ainda teriam interesse em maximizar a sua alavancagem¹³⁷ para capturar esta oportunidade de lucro resultante da transformação de liquidez. É possível verificar-se isto com a adição de uma nova premissa ao mundo proposto no Teorema: nas mesmas condições iniciais, passa a existir uma diferenciação no acesso dos agentes ao mercado financeiro. Alguns agentes (intermediários financeiros, especialmente os bancários que têm acesso ao *backstop* público) têm acesso perfeito a todo o mercado, enquanto os outros agentes não¹³⁸. Por isso, trabalham sob a premissa de que existem dois mercados diferentes (M1 e M2);

¹³⁶ “The general point is that, given a material market demand for liquidity, intermediaries will emerge to meet that demand with high leverage capital structures (made possible by asset structures optimized to produce liquidity). This is the fundamental reason why MM’s debt-equity neutrality principle is an inappropriate equity-biased baseline for concluding that bank leverage should be curtailed significantly.”. DEANGELO, HARRY ; STULZ, RENÉ M. (2013b), Pág. 3.

¹³⁷ “When market prices embed a liquidity premium, bank capital structure decisions matter and are jointly optimized with asset structure to capture the maximum value from liquid-claim production. Debt and equity are not equally attractive sources of bank capital. Debt has a strict advantage because it has the informational insensitivity property – immediacy, safety, and ease of valuation – desired by those seeking liquidity. High bank leverage is accordingly optimal when the MM model is modified to include a price premium to induce (socially valuable) liquidity production.”. Idem, ibidem, Pág. 2 e 3.

¹³⁸ “We modify the basic MM model to include two productive roles for intermediation using the general approach of Merton (1990, p. 441) in which some agents face significant transactions costs of accessing capital

e que apenas os participantes na M1 têm acesso perfeito a ele. Os participantes do M2 devem contar com os participantes da M1 para acederem e beneficiarem do acesso ao mercado M1.

Note-se que esta adição não contradiz ou torna o mundo do Teorema de Modigliani-Miller inviável. Ao contrário: é mesmo necessário justificar a existência de intermediários financeiros num mundo deste tipo (caso contrário, se todos os agentes tiverem acesso igual aos mercados financeiros, não haveria necessidade de um intermediário financeiro)¹³⁹.

Por outras palavras, há que entender duas premissas principais. Em primeiro lugar, e porque nem todos os agentes têm o mesmo acesso à M1, os intermediários financeiros têm incentivos para criar “estruturas de acesso” a serem utilizadas por agentes sem acesso ou acesso imperfeito a essa liquidez em M1 (os agentes de M2).

Em segundo lugar, e para justificar a existência de tais exigências, a observação de que os agentes M2 avaliam positivamente a liquidez (fluidez)¹⁴⁰ e, portanto, os intermediários financeiros têm um incentivo para criar tais ativos líquidos (fluidez) em troca de uma remuneração¹⁴¹. Como dito, há um prémio de liquidez para capturar no mercado¹⁴² e, enquanto houver essa procura, os intermediários têm um incentivo para continuarem a alavancar-se (em busca desse prémio).

O que isto significa é que o Teorema de Modigliani-Miller não se aplica aos intermediários financeiros. Estes sempre construirão o seu balanço de forma a capturar este prémio de liquidez; e, portanto, irão alavancar-se o máximo possível. Os Intermediários

markets, while financial intermediaries do not. Specifically, we assume that banks continue to have access to perfect capital markets, just as in the basic model. But now the model includes two additional types of financially constrained households and operating firms that benefit from banking services. The first set of agents would like to borrow, but has impaired access to the capital market. The second set of agents also has impaired access to the market, but would like assured access to capital to hedge against future liquidity shocks.”. Idem, ibidem, Pág. 4 e 5.

¹³⁹ “If we include agents of the first type, banks are privately and socially valuable because they screen credit risks and extend loans to financially constrained parties. Banks capture value from the spread between what they earn on loans and their cost of capital. All debt-equity mixes are equally costly means of raising funds to make loans priced to earn a premium over the cost of capital. The MM theorem continues to apply to banks (but not to financially constrained parties in the other market segment).”. Idem, ibidem, Pág. 5.

¹⁴⁰ “Banks have issued demand deposits throughout their history, and economists have long had the intuition that demand deposits are a vehicle through which banks fulfill their role of turning illiquid assets into liquid assets. In this role, banks can be viewed as providing insurance that allows agents to consume when they need to most.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIK, PHILIP H. (1983), Pág. 405.

¹⁴¹ “Our model also assumes that banks have access to perfect/complete capital markets, just as in models that yield the MM theorem. It differs from the latter models in that banks have incentives to use their capital-market access to construct hedges that fully offset the downside potential in their risky asset holdings. In so doing, banks build maximum capacity to issue safe debt and generate maximum value from satisfying liquid-claim demand.”. DEANGELO, HARRY ; STULZ, RENÉ M. (2013a), Pág. 36.

¹⁴² “A liquidity premium is a price signal sent to banks and other liquidity producers to supply liquid financial claims that meet the demand for such claims from financially constrained firms and other parties that desire assured access to capital.”. DEANGELO, HARRY ; STULZ, RENÉ M. (2013b), Pág. 2.

Financeiros utilizam o seu passivo para emitir instrumentos líquidos por um prémio, pelo que têm sempre um incentivo para aproveitar esta oportunidade de lucro¹⁴³.

Este incentivo, inclusive, melhora a eficiência do mercado¹⁴⁴, onde os intermediários se tornam simultaneamente úteis pela criação de crédito e liquidez (fluidez) no mercado. Por último, explica o papel dos *dealers* na concessão de fluidez (liquidez) ao mercado (conforme detalhado nos capítulos 3 e 4).

Resumindo, a estrutura de capital dos intermediários financeiros é importante. Os intermediários têm um incentivo inerente, incorporado no seu modelo de negócio, para aumentar sempre a sua alavancagem. É por isso que a estrutura de capital dos intermediários financeiros é sempre tão alavancada, e por isso as suas atividades são tão instáveis e dependentes de condições de curto prazo. O seu incentivo natural conduz a um aumento de risco constante no mercado e na economia, pela centralidade dos intermediários financeiros no sistema.

2.1.2 Lucro da intermediação de crédito, da produção de liquidez e dos serviços complementares

O financiamento angariado pelos intermediários financeiros (através de capitais próprios e dívidas) é aplicado principalmente na intermediação do crédito. Esta é a atividade que se refere à função económica de transformação de maturidade dos intermediários financeiros. Empréstimos, *bonds*, instrumentos de capital de giro, financiamento de comércio, tudo isso pode ser mencionado como exemplos de ativos de crédito. Como já foi detalhado, os intermediários realizam a transformação de maturidade, obviamente em troca de lucro, uma margem (*spread* ou *margin*) adicional aos juros cobrados (normalmente representativo da taxa de mercado, ex. EURIBOR, SOFR, entre outras). O mais comum seria que o intermediário mantivesse estes ativos no seu balanço. Historicamente esse era o modelo de negócio. No

¹⁴³ “The analysis thus cautions against accepting the view that high bank leverage must be the result of moral hazard, other agency problems, or tax motives to borrow. In our modified MM model, there are no agency costs or taxes, yet high bank leverage is optimal. High leverage is simply the result of intermediation focused on producing (privately and socially beneficial) liquid financial claims.”. Idem, ibidem, Pág. 3.

¹⁴⁴ “Capital structure is a sideshow for value creation at operating firms, but it is the star of the show at banks in our model. The risky asset structures of most operating firms are poorly suited to support large-scale issuance of safe/liquid debt. In our model, banks exist because specialization and the associated cost efficiencies give them a comparative advantage over operating firms in arranging asset structures to support large amounts of safe debt and/or in contracting with parties that are willing to pay a premium for safe/liquid claims because they have impaired access to capital markets.”. DEANGELO, HARRY ; STULZ, RENÉ M. (2013a), Pág. 3

entanto, a existência de mercados secundários permite que os intermediários façam a gestão da sua exposição. Alterou-se, por isso, o modelo de negócio dos intermediários, e sobre esse tema dois conceitos devem ser destacados: gestão de risco (*risk management*) e o modelo de originar para distribuir (*originate to distribute model*). O segundo é decorrente do primeiro, como se demonstrará.

Começamos pela gestão de risco. Já se verificou que existe um desfasamento temporal e financeiro (transformação de maturidade e liquidez) inerentes às atividades dos bancos. Por conseguinte, os bancos precisam de criar técnicas de gestão de riscos (*Risk Management*) que lhes permitam administrar aceitavelmente este constrangimento fundamental.

A gestão de riscos, neste contexto, não é apenas a tecnologia utilizada pelos bancos para a avaliação e certificação dos ativos de crédito concedidos. Consiste também na utilização das ferramentas para a administração do seu balanço (ativo e passivo), nomeadamente o *hedge*, a diversificação e a engenharia financeira (diretamente ligada à inovação financeira)¹⁴⁵. O principal objetivo desta gestão é alcançar a solvabilidade e liquidez enquanto se maximiza o retorno do intermediário. O processo deve certificar que os fluxos financeiros projetados dos ativos irão realizar-se, e que a avaliação do ativo é positiva (fluxos positivos a valor presente) e correta (avaliação construída sob premissas realistas). Também, que o intermediário tomou todas as medidas para minimizar todos os riscos envolvidos. Esta avaliação deve ser efetuada tendo em conta a matriz de risco utilizada pelo intermediário, e a sua estratégia de suficiente diversificação dos ativos (para cobrir riscos específicos de alguns sectores a que esteja exposto).

A correta aplicação das medidas de gestão dos riscos beneficia a utilização, pelos intermediários financeiros, do passivo do seu balanço. Isto porque o mercado valoriza uma dívida (do intermediário financeiro, ativo na perspetiva do agente) mais segura¹⁴⁶. A perceção é que os intermediários financeiros com melhores controlos de risco terão um melhor

¹⁴⁵ “*Hedging, diversification, monitoring, the use of derivatives, and financial-engineering methods are the tools banks use to reduce asset-side risk to support greater amounts of safe debt. Banks generate value from the liability side of the balance sheet by efficiently constructing and maintaining safe asset allocations to support capital structures that supply abundant quantities of liquid claims to parties seeking assured access to capital.*”. Idem, ibidem, Pág. 4.

¹⁴⁶ “*Levering up with a risky asset structure does not generate greater value in our model as it does, for example, even for firms with highly risky asset structures in the MM corporate tax model. The reason is that a liquidity premium is paid only for safe debt. Risk management that expands the ability to issue safe debt is what enables banks to generate value by adopting high leverage capital structures in our model.*”. Idem, ibidem, Pág. 4.

desempenho e estarão mais protegidos contra ameaças de solvabilidade e liquidez. As evidências da GFC mostram que esta percepção está correta¹⁴⁷.

Consequentemente, a gestão dos riscos tem outro lado: o controlo eficiente dos direitos sobre o ativo, em relação ao passivo devido. Isto pode ser referido como a gestão do constrangimento de sobrevivência (*survival constraint*). Os intermediários financeiros não podem limitar a sua análise ao risco dos créditos concedidos, mas também à forma como gerem o crédito concedido em relação ao seu passivo. O modelo de originação para distribuir está relacionado com esta gestão dos balanços. O intermediário (neste caso, especialmente o intermediário bancário) origina o ativo de crédito, mas não retém no seu balanço. Ele poderia simplesmente transferir esse crédito para outra entidade, mas a inovação financeira (por exemplo a titularização/securitização) pode complexificar esta transferência. Assim, neste caso, o intermediário pode reunir ativos, emitir títulos representativos desses ativos e, finalmente, distribuir esses riscos de crédito (e potenciais benefícios) criados por outros agentes no mercado.

Este modelo de originar para distribuir está diretamente relacionado com a terceira fonte de receitas dos intermediários bancários: as remunerações provenientes da prestação de serviços auxiliares (*ancillary services*). Essas receitas podem ser materialmente importantes, mas também podem trazer conflitos de interesse na gestão dos riscos (como anteriormente referido). Isso foi bastante claro em alguns processo de titularização/securitização antes da GFC, onde conflitos de interesses surgiram da opacidade destas atividades¹⁴⁸.

Por conseguinte, os intermediários financeiros trabalham tanto no ativo como no passivo do seu balanço. De ambos os lados, encontram oportunidades de lucro. Isto significa que emitem responsabilidades líquidas em benefício de outros agentes de mercado, e isso torna relevante a estrutura de capital dos intermediários financeiros.

¹⁴⁷ “To summarize, our results support the idea that strong and independent risk controls lower enterprise-wide risk in banking institutions. BHCs with strong risk management functions in place before the onset of the financial crisis were more judicious in their exposure to risky financial instruments, and generally fared better during the crisis period. In a panel spanning 9 years, we find that BHCs with stronger internal risk controls had lower downside risk, lower tail risk, and lower aggregate risk, after controlling for size, profitability, asset and liability composition, governance, executive compensation, and unobserved heterogeneity using BHC fixed effects.”. ELLUL, ANDREW ; YERRAMILI, VIJAY (2010), Pág. 5.

¹⁴⁸ “Ashcraft and Schuermann (2008) describe seven informational frictions in the securitization of subprime mortgage credit prior to the financial crisis, although these frictions can be generalized to all securitization transactions. They include asymmetric information problems between lenders and originators (predatory lending and borrowing), between lenders and investors, between servicers and investors, between servicers and borrowers, between beneficiaries of invested funds and asset managers, and between beneficiaries of invested funds and credit rating agencies. In addition, asymmetric information between investors and issuers results in risk-insensitive cost of funding.”. ADRIAN, TOBIAS (2014), Pág. 5.

2.1.3 As obrigações de reservas como limites à criação de meios de pagamento

O que decorre da estrutura de capital e do modelo de negócio dos intermediários financeiros é que estes têm dois incentivos que conduzem ao aumento dos riscos. Primeiro, o incentivo para aumentar a liquidez e a transformação da maturidade para obter lucro. Segundo, para aumentarem a sua alavancagem para continuarem a oferecer os produtos referidos.

A alavancagem é tanto um tema de sustentabilidade de curto prazo, como pode ser de solvência a longo prazo. Mas o principal risco decorrente da alavancagem é a potencial incapacidade de cumprir com os compromissos financeiros e/ou de angariar fundos (pela obtenção de novo crédito) no curto prazo. Consequentemente, a alavancagem está mais relacionada com a liquidez do que com a solvência, e quanto maior for a alavancagem, maior é a preocupação com a liquidez. Maior se torna o desafio de atender ao constrangimento de sobrevivência (“*survival constraint*”) ¹⁴⁹

Esta característica torna os intermediários financeiros suscetíveis a corridas. Uma corrida bancária (*bank run*) pode ser definida como o evento que ocorre quando, com ou sem razões plausíveis, os detentores de instrumentos do passivo de intermediários financeiros iniciam uma corrida para serem reembolsados em primeiro lugar. Estes eventos são especialmente perniciosos para uma instituição solvente, que pode ser levada rapidamente a falhar por problemas de liquidez¹⁵⁰. Este pode ser definido como um canal direto de transmissão de crise entre intermediários. E apesar do nome, não se limita aos bancos, mas é aplicável a todos os intermediários financeiros que desempenhem funções similares.

Por conseguinte, e para evitar uma corrida, os intermediários financeiros devem não só permanecer solventes, mas também manter um nível de liquidez adequado: manter o acesso a facilidades de crédito ou possuir ativos líquidos que lhes proporcionem acesso a financiamento

¹⁴⁹ “Hyman Minsky called this requirement the “*survival constraint*”- cash inflows must be sufficient to meet cash outflows-and we all face such a constraint. For banks, the survival constraint takes the concrete form of a “*reserve constraint*” because banks settle net payments using their reserve accounts at the central bank. The leverage that the central bank enjoy is over the larger system arises ultimately from the fact that a bank that does not have sufficient funds to make a payment must borrow from the central bank. In such a circumstance, the central bank must lend or else risk a breakdown of the payments system, but the lending does not have to be cheap or easy. It is the central bank’s control over the price and availability of funds at this moment of necessity that is the source of its control over the system more generally.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 13.

¹⁵⁰ “During a bank run, depositors rush to withdraw their deposits because they expect the bank to fail. In fact, the sudden withdrawals can force the bank to liquidate many of its assets at a loss and to fail. In a panic with many bank failures, there is a disruption of the monetary system and a reduction in production.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIG, PHILIP H. (1983), Pág. 401

para as suas obrigações de curto prazo. Esses ativos devem ser líquidos ou ter as qualidades de convertibilidade que os tornam imunes ou pouco afetados (sujeitos a margens de desconto menores) por uma alienação em condições anormais de urgência e, se aplicável, de volatilidade (*fire sale*).

Os conceitos de liquidez (fluidez) e crise financeira estão causalmente ligados à ideia de *fire sale*. Estes eventos ocorrem quando um agente precisa de ter acesso a liquidez de curto prazo, e para aceder a essa liquidez aceita vender ativos por um preço inferior ao preço normal de alienação em condições normais de mercado¹⁵¹. Note-se também que uma *fire sale* difunde os seus efeitos para além do intermediário financeiro problemático. Pode igualmente afetar os intermediários financeiros que detenham ativos e/ou estratégias semelhantes durante um determinado período (não se limitando ao momento em que ocorre a *fire sale*)¹⁵². Esta é uma demonstração de como os intermediários financeiros estão ligados no mercado pela sua estratégia, e uma forma indireta de uma crise financeira se propagar entre os intermediários: através dos preços dos ativos.

A resposta natural, do mercado e legitimada pela intervenção (regulação), consiste em estabelecer um constrangimento às atividades dos intermediários financeiros. Os mercados e reguladores exigem que estas entidades mantenham um certo montante de reservas face ao passivo. A ideia é limitar a sua vontade natural de continuar a criar ativos de crédito e produtos líquidos para os agentes em troca de lucro. A ideia é limitar o risco e proteger os detentores de instrumentos do passivo contra uma corrida desorganizada aos ativos do intermediário financeiro.

Momentos como a Grande Depressão foram interpretados como uma evidência das limitações do controle externo privado dos balanços dos intermediários financeiros. O estabelecimento de reservas representa a socialização progressiva de uma função privada (o credor que monitoriza as atividades do seu devedor). Como se pôde ver no capítulo 1, esta

¹⁵¹ “I have explained that such maturity transformation is a major source of risk for the institution that engages in it. It is also a major source of systemic risk. If there is any shock to the availability of funds for refinancing, the individual institution is in trouble because it needs funds to repay its short-term debt. If it cannot find an alternative source of finance, it must have a fire sale of its long-term assets.”. HELLWIG, MARTIN (2008), Pág. 37.

¹⁵² “This fire sale depresses the assets’ prices in the market. The decline in the assets’ prices puts pressure on all institutions that hold such assets. Under mark-to-market accounting, the other institutions will be forced to recognize losses immediately. Even if they do not recognize the losses immediately, it suffices that market participants know that these institutions hold such assets and begin to have doubts about them. If such doubts induce investors to withdraw their funds from these other institutions, there may well be a chain reaction, in which one domino falls after the other. Such a chain reaction can occur even if there is no doubt about the underlying long-term assets; any shock to the confidence of investors in the refinancing markets can trigger it.”. Idem, ibidem, Pág. 37 e 38.

socialização veio com a implementação de um quadro institucional público para as atividades financeiras.

A socialização do controlo financeiro e da emissão de instrumentos financeiros do passivo decorre da observação de que alguns custos sociais podem ter origem nestas atividades. Os incentivos à criação de riscos já identificados expõem os detentores do passivo do intermediário e a sociedade a um resultado que pode ser ineficiente e prejudicial. Consequentemente, os riscos de intermediação de crédito só são eficientes e beneficiam o coletivo se o passivo dos intermediários financeiros for controlado. Mais do que isso, para controlar os riscos, a sociedade impõe que as reservas sejam mantidas sob uma determinada forma de instrumentos de capital. A meta é vincular os acionistas do intermediário financeiro à estratégia de risco decorrente do seu modelo de negócio.

Por último, e para além da questão do risco privado e dos seus efeitos sociais, não podem ser ignorados os efeitos na soberania económica do Estado. Assim, estes constrangimentos (reservas) são necessários como ferramenta de troca para a privatização parcial dos poderes de emissão de moeda (em sentido impróprio, através da criação de meios de pagamento). Os intermediários financeiros têm o poder factual de criar meios de pagamento através da intermediação do crédito: utilizam os fundos recolhidos através do seu passivo para criar os ativos de crédito. Podendo colocar em causa o ativo líquido, a gestão das condições de liquidez e a soberania das políticas económicas, os Estados impõem a intervenção (na forma de regulação e supervisão) financeira como limitação à alavancagem e criação de meios de pagamento. Esta capacidade dos intermediários financeiros será explicada nos capítulos 3 e 4.

Toda a evolução institucional histórica, brevemente descrita no capítulo 1, demonstrou como a intervenção Estatal, antes meramente pontual, passou a permanente (após a Grande Depressão). Essa foi a resposta escolhida para controlar os riscos criados pelo crédito e pela alavancagem. Especialmente no caso da intermediação bancária. Em primeiro lugar, pelo papel desempenhado pelos bancos centrais, estabelecendo requisitos de reservas de capital e inibindo a criação do crédito (e, assim, meios de pagamento). Em segundo lugar, pela aceitação de um maior nível de intervenção (e regulação) sobre as atividades dos intermediários bancários em troca de sistemas de garantia de depósitos.

No entanto, esses esforços nunca são suficientes (como também visto no capítulo 1): o sistema financeiro sempre encontrou formas de se alavancar e expandir o seu balanço; num processo invariavelmente seguido de retrações maiores ou menores e crises financeiras. Os

próprios bancos centrais, paradoxalmente, podem criar as condições para esse ambiente¹⁵³. Da mesma forma, as agências reguladoras. Isto é especialmente verdade para os intermediários bancários, que estão explicitamente incluídos num sistema institucional que tem como objetivo limitar a alavancagem e a tomada excessiva de riscos no crédito. Os bancos têm incentivos para encontrar formas de ultrapassar limites de alavancagem: arbitragem regulatória, normalmente utilizando formas de inovação financeira¹⁵⁴. Naturalmente, que isto reforça os riscos correlacionados com o constrangimento de sobrevivência a que estão sujeitos, e se esse risco já não estiver com os intermediários bancários, a questão passa a ser para onde ou para quem a inovação financeira transferiu esse risco.

Este paradoxo reflete, na verdade, a tensão entre crescimento económico e estabilidade financeira. Também a inevitável dialética presente nas transições entre momentos de estabilidade, a formação das fragilidades e o recomeço de todo o processo. Esses são os fluxos fundamentais de equilíbrio e desequilíbrio, nacionais e internacionais, explicados por Kindleberger e Minsky (mais bem detalhados no capítulo 3)¹⁵⁵.

Esses aspetos fundamentais, que o Teorema Modigliani-Miller não abrange, são as condições fundamentais para explicar as atividades de *shadow banking*¹⁵⁶. Os intermediários

¹⁵³ “A central bank that understands its role to be the elimination of liquidity constraints, however, tends to exacerbate this natural tendency toward instability because it eliminates a key source of discipline that would otherwise constrain individuals and coordinate their market behavior. The problem we face is not that the Fed failed to follow an appropriate neo-Wicksellian Taylor rule but rather that neo-Wicksellian policy rules are themselves excessively biased toward ease.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 8 e 9.

¹⁵⁴ “The ability to create substitutes for reserves and to minimize reserve absorption is an essential property of a profit-maximizing banking system. If the thrust to financial fragility is to be constrained, then constraint on bank leverage ratios and internal growth of stockholder's equity through retained earnings may be necessary.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 274.

¹⁵⁵ “A model developed by Hyman Minsky helps explain the banking crisis in the United States, Britain, and other market economies. Minsky highlighted that the changes in the supply of credit were pro-cyclical; the supply of credit increased when the economy was booming and decreased as the growth rate slowed. Investor became more optimistic as an economy expanded and they revised upwards their estimates of the profitability of a wide range of investments and they become more eager to borrow. At the same time, both the lenders' assessments of the risks of individual investments and their risk averseness declined and they became more willing to make loans, including some for investments that they previously had deemed too risky. When the economy slowed, investors became less optimistic. The lenders also became more cautious as their loan losses increased, especially if these losses led to declines in their capital. Minsky believed that the increases in the supply of credit during economic expansions and the subsequent decline in the supply led to fragility in financial arrangements and increased likelihood of a banking crisis. (...) Minsky focused on the pro-cyclical changes in the supply of credit in one country. Historically euphoria has often spread from one country to others through one of several channels. (...) The Minsky model can be readily applied for the markets for national currencies and to periods of overvaluation and undervaluation of the German mark, the Swiss franc, the Japanese yen, the euro, and other national currencies.”. KINDLEBERGER, CHARLES P.; ALIBER, ROBERT Z. (2015), Pág 39 a 49.

¹⁵⁶ “In the MM analysis, of course, asset structure is assumed to be fixed at an arbitrary level. This assumption is problematic for analyzing bank capital structure because it suppresses the endogenous selection of asset structure, and therefore fails to incorporate banks' incentive to choose asset structures that foster production of safe/liquid debt.”. DEANGELO, HARRY ; STULZ, RENÉ M. (2013a), Pág. 4

financeiros, especialmente os mais regulados (bancos) procuram sempre novas formas de expandir o seu balanço. No final, o valor do intermediário financeiro será aumentado pela alavancagem elevada e criação de novos negócios. É por isso que o *shadow banking*, sendo uma inovação financeira, complementou tão bem as atividades dos bancos: o *shadow banking* é uma forma de os bancos contornarem as restrições de alavancagem a que estão sujeitos.

2.2 A eficiência económica das atividades de *Shadow Banking*

Como se viu no capítulo 1, os intermediários financeiros não competem apenas entre si. Também podem cooperar e, até, coevoluir. O *shadow banking* é um exemplo prático desta terceira possibilidade¹⁵⁷, acabando por criar-se uma rede de relacionamento e dependência entre os intermediários bancários e não-bancários¹⁵⁸.

Esta rede é o resultado do já reportado modelo de *originate to distribute* (em oposição ao *hold to collect*) e do *risk management* dos intermediários bancários¹⁵⁹. Como visto acima, e ao abrigo desta prática, os intermediários bancários originam o ativo de crédito sem a intenção de deter o ativo até à sua maturidade. Ao contrário, os intermediários bancários criam estes ativos (por exemplo, concedendo um empréstimo) para serem o ativo subjacente a outro valor mobiliário ou instrumento financeiro. Fazem-no distribuindo estes ativos a outros intermediários, normalmente num mercado menos regulamentado. Nesta rede de financiamento, os intermediários bancários são o centro do sistema.

A procura para estes produtos existe, como demanda por ativos líquidos alternativos onde os investidores podem aplicar os seus recursos. Por outro lado, os bancos (como principais

¹⁵⁷ “What we need hence is a more systemic view of “shadow banking” as a transformational phase in the evolution of our financial system and one profoundly linked to traditional banking (instead of an alternative to it)”. GUTTMANN, ROBERT (2018), Pág. 26.

¹⁵⁸ “When looking at these Federal Reserve Bank of New York “maps” of the SBS, we can see that the principal vehicles of this subterranean credit system – its actors (money-market mutual funds, investment conduits, structured-investment vehicles, hedge funds, broker-dealers, finance companies, etc.) as well as its instruments (wholesale money-market instruments, repos, asset-backed securities, and so forth) – form intricate webs of funding affiliations and intermediation chains. It may therefore be opportune to characterize the SBS as network finance.”. Idem, ibidem, Pág. 26.

¹⁵⁹ “Things changed dramatically with the introduction of new financial regulations in the 1980s and the spread of new technologies and cadre in finance. The new business principle in finance and banking has become known as the ‘originate to distribute’ (OTD) model of banking. Under the new model, the bank originated a variety of loans with a variety of clients, and then shifted (sells) the risks associated with these loans to other participants in the financial system whose business it was to manage those risks. The opportunities offered by the OTD model meant that banking was no longer boring, and instead, became an exciting and highly prestigious area of finance. Along with deregulatory shifts in the financial industry, a major factor in this transformation has been new financial techniques and, in particular, the practice of securitisation (bundling up several tranches of illiquid loans together and converting them into liquid financial securities).”. NESVETAILOVA, ANASTASIA (2018), Pág. 6.

intermediários financeiros do sistema) têm o incentivo para continuarem a criar estes produtos líquidos. Através desta complementaridade e coevolução, os bancos podem contornar os seus constrangimentos regulamentares na criação de alavancagem¹⁶⁰. O *shadow banking* torna-se uma forma específica de arbitragem regulatória, como descrita no capítulo 1.

2.2.1 Porque os agentes do mercado procuram produtos de *Shadow Banking*

Como se viu, há um prémio de liquidez para capturar aos agentes económicos que têm acesso imperfeito ao mercado. Neste contexto, os agentes interessados nesses produtos podem ser as famílias, as empresas e até os Estados.

No passado, os produtos alternativos para investir nas poupanças disponíveis eram limitados. Como se pôde ver no capítulo 1, consistiam principalmente em depósitos bancários ou em dívida pública. Depois de 1850, a oferta cresceu para incluir títulos privados. No entanto, quando comparadas com a oferta disponível hoje, estas opções tradicionais representam uma fração de todos os produtos de investimento que estão disponíveis. A inovação financeira e a crescente complexidade das entidades e estruturas permitiram esse aumento da oferta. Assim; além dos depósitos bancários tradicionais, da dívida pública e privada e das ações, os aforradores/investidores também têm quotas de fundos de pensões, fundos mútuos, fundos do mercado monetário, fundos de derivativos... Todos novas entidades, contratos, títulos e veículos criados no período pós-Segunda Guerra Mundial, e que são contemporaneamente complementados por outras inovações como os fundos de ETF (índice) ou fundos de investimento de capitais não abertos à subscrição pública. Esta não é uma lista exaustiva, mas apenas a enumeração de alguns exemplos dos ativos de investimento disponíveis para os aforradores.

¹⁶⁰ “These nonbanking financial intermediaries, together with commercial banks, assure that the supply of finance will be responsive to demand in credit markets. Specialized financial intermediaries were often closely related to particular industries: sales finance companies to automobiles, savings and loan associations to single-family housing, and REITs to largescale commercial and residential construction. Others were mainly devices for raising funds from some particular source. Pension funds, insurance companies, and money-market funds are thus tied to a particular way of raising money: pension funds and insurance companies receive funds on a predetermined schedule and have considerable flexibility in their assets; money market funds compete with depository institutions for financial resources. Unlike commercial and savings banks, however, money-market funds do not have a constituency that supplies them with assets.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág 274 e 275.

Para os intermediários bancários, este grande número de alternativas de entidades, contratos e veículos disponíveis aumentam as oportunidades de transformar em líquidos (fluídos) alguns dos seus ativos¹⁶¹.

Os agentes que exigem os instrumentos do passivo dos intermediários financeiros têm agora acesso a estruturas e produtos que lhes podem dar melhores rendimentos, enquanto suportam o mesmo risco (pela garantia implícita) que um instrumento bancário típico (ex. um depósito). Mesmo que esta promessa só seja concedida/alcançada em boas e regulares condições de mercado. Em troca de retornos mais elevados, os investidores dispensam todas as proteções institucionais diretas criadas após a Grande Depressão para garantir o passivo dos bancos e alcançar a estabilidade financeira.

Mas isso só está do lado do passivo. Do lado dos ativos, a economia também beneficia do aumento do crédito disponível. Como se verificou, os intermediários financeiros angariam fundos através da emissão de passivos e utilizam esses fundos na intermediação de crédito. Esta é uma causa de eficiência no mercado, uma vez que reduz os custos de financiamento. Se os custos de financiamento forem reduzidos, toda a economia suportará custos de financiamento mais baixos e, no final da cadeia, os consumidores e a sociedade são beneficiados. Esta é, na perspetiva da economia real, uma causa de eficiência do *shadow banking*¹⁶².

2.2.2 Porque os intermediários financeiros beneficiam deste modelo: arbitragem regulatória

Na perspetiva dos bancos e dos demais intermediários financeiros, duas são as principais razões para que estes tenham incentivos a utilizar o *shadow banking* como instrumento de arbitragem regulatória. Especialmente no caso dos bancos esses incentivos existem e são, em primeiro lugar, o já mencionado estímulo a uma alavancagem contínua das atividades; e, em segundo lugar, a busca por meios de evitar custos relacionados com a intervenção (regulação e supervisão).

¹⁶¹ “Through the shadow intermediation process, the shadow banking system transforms risky, long-term loans (subprime mortgages, for example) into seemingly credit-risk-free, short-term, money-like instruments. Unlike the traditional banking system, where the entire process takes place within a single institution, the shadow banking system decomposes the credit intermediation into a chain of wholesale-funded, securitization-based lending. Shadow credit intermediation is performed through chains of nonbank financial intermediaries in a multistep process that can be interpreted as a “vertical slicing” of the traditional bank’s credit intermediation process into seven steps. Pozsar, Adrian, Ashcraft, and Boesky (2013) explain the seven steps of shadow bank credit intermediation in detail.”. ADRIAN, TOBIAS (2014), Pág. 2.

¹⁶² “Non-bank financing is a valuable alternative to bank financing for many firms and households, fostering competition in the supply of financing and supporting economic activity.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2019), Pág. 4.

No primeiro caso, o objetivo dos bancos é continuar a aumentar os negócios e os lucros (obtidos através de liquidez e criação de crédito). Utilizando uma rede de intermediários e fontes de financiamento, os bancos conseguem evitar os limites regulatórios que lhes são impostos, e continuar a captar oportunidades de negócios e de lucros.

No que se refere a este objetivo, há que referir a importância da opacidade nestas cadeias de intermediação. As relações não são geralmente claras no balanço dos bancos e/ou dos demais intermediários financeiros. A utilização de estruturas *off-balance* é habitual, e a ligação entre estas entidades, veículos ou estruturas é difícil de mapear¹⁶³. O mercado OTC, já mencionado no capítulo 1, é o local perfeito para o estabelecimento deste tipo de estruturas à medida¹⁶⁴. Este foi, como se verá no capítulo 5, um dos aspetos mais importantes da resposta à GFC, mas também um aspeto em que algumas dificuldades se mantêm.

A especialização e a redução dos custos explicam o segundo motivo para a arbitragem regulatória através do *shadow banking*. A especialização consiste na fragmentação das funções exercidas pelos intermediários financeiros em diferentes veículos e entidades. Esta especialização esvazia as tarefas desempenhadas pelos intermediários bancários e reduz os custos regulatórios que lhe são associados¹⁶⁵.

¹⁶³ “Financial innovators thus have an interest in making their innovation less easily and/or less rapidly copied. They can slow the catching-up capacities of imitators by making their innovations as opaque, as complex, and/or as customized as possible. Shadow banking accommodates these characteristics. It encourages opacity by operating off-balance-sheet. It facilitates complexity, both in the design of the financial claims and how these circulate, by typically bringing many players together who are given considerable freedom to experiment in the absence of regulatory constraints and accounting rules. And it fosters customization by avoiding the standardization needs of claims traded in public exchanges (e.g. government bonds, corporate stocks) in favour of broker-dealer networks which can accommodate in personalized fashion a much greater variety of funding arrangements for their clients.”. GUTTMANN, ROBERT (2018), Pág. 28.

¹⁶⁴ “We need to understand clearly the differences between public exchanges and broker-dealer networks, often referred to as “over-the-counter markets (OTC)”. Exchanges are run by a central rule-making authority, have third-party clearing facilities, trade standardized products, and maintain transparently accessible prices under all circumstances. In contrast, the OTC “markets” involve bilateral deals between two parties who agree with each other on all the terms of their trades and settle those among themselves without third-party assistance. These parties have the freedom to customize their transactions and even keep their prices hidden from others. Their dealings “over-the-counter” are in effect off-exchange trades between parties bound together in inter-dealer networks. These differences in the trading of financial instruments are one reason why it makes sense to juxtapose market finance (public exchanges) and network finance (dealer networks). Since the ultimate success of many financial innovations depends on their rapid diffusion, it is often easier to achieve such scale by setting up less costly and more flexible dealer networks than the more complex, regulated, and transparent public exchanges.”. Idem, ibidem, Pág. 28.

¹⁶⁵ “However, in recent decades, the provisioning of credit has become increasingly segmented, with the various stages of the intermediation process supplied by a variety of financial entities, specializing on one particular or several stages in the intermediation chain. The potential benefits from such segmentation are substantial. It allows for more efficient intermediation, provides opportunities to diversify risk, improves pricing and allocation of risk as well as avoids its concentration in (typically a few large) banks. It also increases supply of funding and liquidity, thereby lowering costs for banks, their clients and the overall economy (Duffie, 2008; Bengtsson, 2014a).”. BENGTSSON, ELIAS (2018), Pág. 163.

Estes são os incentivos privados que explicam como é que as atividades de *shadow banking* podem causar eficiência ao mercado, e justificam, nessa perspetiva, o seu crescimento. Mas estes incentivos privados são apenas uma parte da explicação para a situação atual.

Para explicar a situação atual, é preciso considerar também o comportamento das entidades públicas. Como a sua ação aumentou os incentivos a que o processo natural de arbitragem regulatória se acentuasse. Os detalhes serão apresentados no capítulo 5, mas desde já se pode referir que este modelo foi legitimado. O consenso de separação entre mercados de intermediação, existente até cerca de 1970/1980, foi substituído (apesar das formas mitigadas de tentativa de restabelecimento da separação entre os mercados). A evidência empírica disso é o crescimento do *shadow banking*. Ao final, a complexidade e opacidade não parecem ter diminuído.¹⁶⁶.

2.3 As definições de Shadow Banking

Tendo estabelecido a racionalidade económica por trás da atividade de *shadow banking*, e a forma como está implantada em forma de rede que abrange todo o sector financeiro (*network finance*), pretende-se agora estabelecer uma tentativa de definição do que é o *shadow banking*.

Uma definição geral de *shadow banking* já foi preliminarmente apresentada como a intermediação financeira realizada fora do sector de intermediação bancária, e por isso não regulada. No entanto, esta definição pode ser demasiado vaga.

Procurando maior pormenor, é possível testar essa proposta com base em determinadas características do sector. Foram apresentadas algumas tentativas de definição, com base no tipo de entidades, com base nos acordos subjacentes, com base nas funções exercidas ou com base no modelo de negócio desenvolvido. Estas definições também decorrem quer da sua utilização no mundo prático (como a proposta pelo FSB), quer da análise teórico-prática desenvolvida na academia.

2.3.1 A definição do FSB

¹⁶⁶ “The global credit crisis showed that complexity had become a crucial social and even cultural tool of opacity, employed by financial elites in efforts to isolate themselves in ‘silos of silence’ (Tett 2016). Professional jargon, heavy mathematics and scientific tools served as barriers to the transparency of the often controversial yet profitable business of financial innovation (Palan and Nesvetailova 2014).”. NESVETAILOVA, ANASTASIA (2018), Pág 7.

Quando o FSB começou a monitorizar o chamado sector de *shadow banking*, não havia clareza quanto ao conteúdo dessa atividade. O seu papel no sector financeiro e a sua intrincada relação com as atividades de intermediação bancária não era a mais clara e detalhada.

O FSB tentou resolver este problema incluindo toda a intermediação não-bancária no conceito, e utilizando duas definições simultâneas e paralelas: uma baseada no tipo de entidades participantes (*broad measure*), e a outra baseada na função económica desempenhada pela atividade (*narrow measure*). A utilização destas definições é intencionalmente ampla, e tem como objetivo capturar toda a intermediação não-bancária relevante e, assim, mapear a totalidade dos riscos emergentes no mercado¹⁶⁷.

Em primeiro lugar, o FSB utiliza uma medida alargada em que o universo de monitorização inclui o *Monitoring Universe of non-bank Intermediation* (MUNFI), que inclui seguradoras, fundos de pensões e *Other Financial Intermediaries* (OFI)¹⁶⁸. Na definição do OFI estão inclusas as corretoras, os *dealers*, os *trusts*, os fundos de investimento e outros produtos financeiros estruturados¹⁶⁹. Esta medida ampla corresponde geralmente à definição baseada em entidades.

O acompanhamento das entidades incluídas na definição de medida ampla é importante, uma vez que permite às autoridades ter uma ideia quantitativa da magnitude da intermediação financeira que está a ser realizada fora do sistema bancário. É igualmente importante para compreender possíveis interligações entre todas as entidades: quer entre intermediários bancários e não-bancários; ou mesmo entre intermediários não-bancários¹⁷⁰.

Não obstante, e embora considerado um universo de monitorização útil, o FSB reduz o âmbito das entidades seguidas para monitorizar especificamente as entidades que utilizam um

¹⁶⁷ “The “shadow banking system” can broadly be described as “credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system” or non-bank credit intermediation in short. Such intermediation, appropriately conducted, provides a valuable alternative to bank funding that supports real economic activity.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2013c), Pág. ii.

¹⁶⁸ “It focuses on trends in the main NBFIs sectors that comprise the monitoring universe of non-bank financial intermediation (MUNFI), namely insurance corporations, pension funds, and OFIs. It then looks at their involvement in credit intermediation and their reliance on wholesale funding (including repos).”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2019), Pág. 13.

¹⁶⁹ “OFIs are financial entities other than central banks, banks, insurance corporations, pension funds, public financial institutions, and financial auxiliaries. They include a variety of nonbank financial entity types including investment funds, broker-dealers and SFVs.” Idem, ibidem, Pág. 16.

¹⁷⁰ “Financial interconnectedness naturally develops in an open and integrated global financial system. While linkages between financial sectors can help to diversify risk, linkages can also transmit risks during periods of stress.⁴⁵ Interconnectedness may have implications for financial stability through funding and credit risk channels, particularly where these channels are associated with the build-up of leverage or maturity/liquidity mismatches. Therefore, linkages among banks, OFIs and other non-bank financial entities can be important indicators of potential contagion channels, within and across borders.”. Idem, ibidem, Pág. 28.

modelo de negócio de alavancagem excessiva, transformação de maturidade e/ou transformação de liquidez. É esse universo que o FSB está a tentar acompanhar, quando propõe uma definição de escopo mais restrito das atividades de *shadow banking* (*narrow measure*). O foco aqui já não está nas entidades, mas nas funções económicas por elas desempenhadas. As entidades podem mesmo ser incluídas em mais do que uma função económica¹⁷¹.

As funções económicas relevantes correspondem às atividades dos intermediários financeiros não-bancários que são materialmente semelhantes àquelas (no todo ou em parte) desenvolvidas por entidades de intermediação bancária. O exercício de monitorização compreende apenas as entidades e atividades que possam constituir uma ameaça à estabilidade financeira¹⁷². O FSB divide as funções económicas em cinco. Assim, a *Função Económica 1* corresponde à gestão de veículos de investimento coletivo com características que os tornam suscetíveis a corridas (*bank runs*). A *Função Económica 2* consiste nas atividades de provisão de empréstimos que dependem do financiamento de curto prazo. A *Função Económica 3* é composta das atividades de intermediação de mercado dependentes de financiamento de curto prazo ou financiamento garantido por ativos clientes. A *Função Económica 4* consiste nas atividades de facilitação da criação de crédito. Finalmente, a *Função Económica 5* representa as atividades de intermediação e financiamento de entidades financeiras com atividade de titularização, veículos de financiamento estruturado e criação de títulos de dívida (*asset-backed securities*). Algumas entidades estão excluídas do exercício de monitorização, quer porque (i) não fazem parte de uma cadeia de intermediação, quer (ii) por serem insignificantes em quantidade/volume¹⁷³.

O FSB tem como objetivo resolver problemas práticos (monitorar a atividade e a criação de riscos no sistema), e não alcançar uma definição académica perfeita de *shadow banking*. Ainda que essa definição académica possa ser útil para delimitar de forma mais abrangente e clara o escopo do que deve ser monitorizado. O risco de utilizar uma definição excessivamente

¹⁷¹ “The second step narrows the focus to non-bank financial entities involved in credit intermediation that may pose risks to financial stability (through liquidity/maturity transformation and/or leverage), resulting in the FSB’s “narrow measure” of NBFIs. This step is undertaken by classifying a subset of entities that comprise MUNFI into five EFs. This narrow measure is based on the August 2013 FSB Policy Framework (Exhibit 4-1). Some entity types may be classified into more than one EF.”. Idem ibidem, Pág. 40.

¹⁷² “To implement this EF (or activity)-based approach to monitoring NBFIs, authorities consider non-bank financial entities’ business models, activities and associated bank-like risks that may be posed to financial stability, and classify the relevant entity types into one or more of the five EFs, as they are defined in the FSB Policy Framework.”. Idem, ibidem, Pág. 40.

¹⁷³ “They exclude entities that are either: (i) not typically part of a credit intermediation chain; or (ii) part of a credit intermediation chain, but are not involved in significant maturity/liquidity transformation and/or leverage.”. Idem, ibidem, Pág. 40.

prática, como a do FSB, é a de o conceito não alcançar todo o seu conteúdo. Essa é, inclusive, uma crítica geralmente feita à definição do FSB, o facto de ser pouco inclusiva. Ao focar em certas entidade e funções (como acima detalhado), a proposta do FSB parece deixar de fora uma das mais importantes fontes de risco do *shadow banking*... por exemplo, a própria intermediação bancária tradicional (nas suas ligações com o *shadow banking*, como vem sendo relatado)¹⁷⁴. Mesmo que, paradoxalmente, possam ser excessivamente inclusivos ao capturarem, como *shadow banking*, toda a intermediação não-bancária (como é feito na *broad measure*)¹⁷⁵. Estas contradições podem ser o resultado de uma falta de precisão académica, e do desejo de não perder quaisquer riscos possíveis.

2.3.2 Definição com base nas entidades participantes

Uma definição alternativa de *shadow banking* foca no tipo de entidades que entram neste negócio. Nesse caso, *shadow banking* seria a atividade desempenhada por entidades classificadas como intermediários financeiros não-bancários que realizam atividades bancárias fora do sistema de intermediação bancária e sem o apoio formal de garantias governamentais¹⁷⁶.

Para esta perspetiva, os participantes no sector de *shadow banking* podem ser entidades como corretoras, bancos de investimento, empresas financeiras, consultores financeiros, entre outros. No entanto, outros tipos de estruturas não personificadas, como veículos de investimento coletivo, *thrifts*, *trusts*, entre outros, também participam nas atividades do sector. Portanto, pode facilmente ver-se que uma definição baseada em entidades não pode ser utilizada. Por duas razões principais.

¹⁷⁴ “Conversely, the definition of the FSB includes pretty much all of the financial sector, except regular banks. This approach has been criticized because, by focusing on the non-bank financial sector, the FSB overlooks the possibility that the systemic risk of shadow banking originates from within regular banking. Moreover, the FSB definition covers all entities that, like banks, intermediate credit although they may not give rise to any systemic risk concerns.”. PACCES, ALESSIO M. ; NABILOU, HOUSSEIN (2017), Pág. 11.

¹⁷⁵ “Both the FSB and the IMF acknowledge that their measures of shadow banking may well be over-inclusive. Both institutions seek to stay on the safe side and rather include too much, than too little, in terms of systemic risk. In fact, both measurement exercises suffer from lack of data granularity, which, in turn, stems from the limited information available.”. Idem, ibidem, Pág. 16.

¹⁷⁶ “The earlier definitions of shadow banking were entity-based. McCulley defined the shadow banking system as “the whole alphabet soup of levered up non-bank investment conduits, vehicles, and structures” whose liabilities are similar to bank deposits. According to Morgan Ricks’ view, repo-financed dealer firms, securities lenders, Structured Investment Vehicles (SIVs), Asset-Backed Commercial Paper conduits (ABCP), credit hedge funds, and MMMFs can all be considered as shadow banks. Acharya, Khandwala, and Öncü define shadow banking based on their similarity to financial institutions that behave like banks. Although, like banks, these institutions borrow short and use leverage to lend and invest in illiquid assets, they are only lightly regulated.”. Idem, ibidem, Pág. 9.

Em primeiro lugar, porque alguns dos participantes nem sequer são entidades personificadas, mas apenas complexos contratuais organizados de ativos e passivos. Estes tipos de veículos não tendem a ser permanentes, mas transitórios e de investimento específicos. Além disso, e porque estas estruturas são transitórias e direcionadas para operações específicas, estão sujeitas a inovações financeiras e ao surgimento de estruturas novas e alternativas. Pode argumentar-se que, para evitar isso, a regulamentação, o controlo e a supervisão seriam reforçados para abordar estes novos veículos; no entanto, esta solução não parece servir para ter uma definição clara de *shadow banking*. Existe o risco de esta definição não ser suficientemente inclusiva.

Em segundo lugar, e por outro lado, algumas das entidades participantes também fazem parte dos mercados bancário e regulado de intermediação financeira. Estariam excluídas da definição baseada em entidades? A resposta parece positiva, e por isso falha, ao não capturar toda a complexidade da rede. Não seria suficientemente inclusiva. Por outro lado, ainda que sejam entidades participantes no mercado (que não o bancário regulado), podem não representar um risco sistémico. Neste sentido, a definição proposta seria excessivamente inclusiva¹⁷⁷.

Em certa medida, as críticas a esta definição são similares às formuladas para a definição do FSB.

2.3.3 Definição com base nas atividades desenvolvidas

Outra tentativa de definição centrar-se no tipo de propósito económico servido pelo sector de *shadow banking*. Nesta definição, as atividades de *shadow banking* correspondem à transformação da maturidade/liquidez, à criação de alavancagem e/ou à transferência de risco de crédito realizada fora da intermediação bancária¹⁷⁸. Esta definição parece ser insuficiente por não capturar as ligações entre os mercados de intermediação bancária e não-bancária.

¹⁷⁷ “Because they all implicitly rely on a functional approach, entity-based definitions are unhelpful to identify shadow banking. Virtually any entity of the financial industry could perform shadow banking in one way or another. In the European context, a study by the European Systemic Risk Board (ESRB) reveals that most of the ‘Other Financial Institutions’ (OFI) have little engagement in shadow banking activities. However, a focus on the entities is the ultimate reason why policymakers know anything at all about the shadow banking system.”. Idem, *ibidem*, Pág. 9.

¹⁷⁸ “In this paper, “shadow banking” refers to the activity of issuing very short-term IOUs and investing the proceeds in longer-term financial assets. This activity is, of course, the traditional domain of depository banking. The shadow banking system performs a similar function, but its short-term liabilities are not formally styled as “deposits.”. RICKS, MORGAN (2011-2012), Pág. 731.

Uma versão aprofundada desta definição, relaciona o facto de estas atividades serem realizadas fora do sector de intermediação bancária como benefício de um *backstop*. Um *backstop* é uma medida de seguro de crédito que opera para absorver o risco final e assumir as perdas¹⁷⁹. Por isso, a definição de *shadow banking* deveria incluir (além das atividades) a noção de um *backstop* privado (direto) ou público (indireto ou excecional)¹⁸⁰. O problema desta definição é que, em tempos normais, o *shadow banking* pode não precisar de um *backstop* (mesmo privado) para operar. A necessidade de um *backstop* só vem numa crise (e dependendo da profundidade da crise, por exemplo se for sistémica)¹⁸¹. Esta definição parece, por isso, não ser permanentemente válida para todos os tempos da atividade de *shadow banking*.

Uma possível alternativa na forma de apresentar uma definição baseada na atividade de *shadow banking* é fazê-lo pela negativa. Por exemplo, definindo-a como todas as atividades bancárias não regulamentadas ou ligeiramente regulamentadas, realizadas fora das instituições bancárias¹⁸². O problema desta definição parece ser o possível risco de arbitrariedade por parte dos reguladores; ou mesmo de ser demasiado vaga (assim, demasiado inclusiva ou não adequadamente inclusiva)¹⁸³.

Outra definição baseada na atividade é aquela que liga o *shadow banking* às atividades de intermediação bancária. Define o *shadow banking* como a atividade de financiamento do

¹⁷⁹ “A backstop is a last-resort risk-absorption commitment that operates when all other forms of insurance have failed. It is usually in the form of an (explicit or implicit) put option, which can be private or public. An example of private backstop is a credit risk guarantee by a bank, of the kind activated by ABCP conduits during the GLC. An example of public backstop is the liquidity put by central banks, which ranges from traditional lending of last resort facilities to the more recent programmes of distressed assets purchase. A backstop is instrumental to conferring to shadow banking liabilities the money-like features (i.e. safety and liquidity) that, along with a mismatch with the assets, make shadow banking prone to systemic risk.”. PACCES, ALESSIO M. ; NABILOU, HOUSSEIN (2017), Pág. 7.

¹⁸⁰ “Under the realm of activity-based definitions, shadow banking can be defined broadly as “all financial activities, except traditional banking, which require a private or public backstop to operate.”. Idem, ibidem, Pág. 7.

¹⁸¹ “The purpose of this definition is to capture any form of shadow banking, present and future. However, it is doubtful that it may achieve this purpose in practice. Backstops, particularly if implicit, are difficult to identify, whereas systemic risk may build up in their shadow. Shadow banking can be performed formally in the absence of backstops; save that it will indeed require a backstop when the systemic risk materializes.”. Idem, ibidem, Pág. 7.

¹⁸² “Moving away from strictly functional definitions, shadow banking can also be defined in the negative, particularly as “bank-like financial activities that are conducted outside the traditional commercial banking system, many of which are unregulated or lightly regulated.”²² Similarly, the Office of Financial Research (OFR) in the United States defines shadow banking as “credit intermediation outside the insured depository system, involving leverage, maturity transformation, and the creation of money-like liabilities.”²³ These definitions are easier to operationalize as they focus on the absence of regulation or relatively light-touch regulation in financial intermediation, rather than on activities being in need of backstop.”. Idem, ibidem, Pág. 7 e 8.

¹⁸³ “The disadvantage of a negative definition is that it results in either too narrow or too vague lists of activities. The concrete identification of shadow banking will thus depend on the discretion of the financial supervisors. This is not ideal, if only for reasons of legitimacy and legal certainty. This limitation reveals the challenges stemming from the dynamic character of shadow banking.”. Idem, ibidem, Pág. 8.

negócio dos bancos através da utilização de instrumentos de mercados de capitais (mercado de intermediação não-bancária) no mercado monetário (*money market*). Mais uma vez, o risco com esta definição é que pode ser pouco inclusiva (por se limitar aos mercados monetários)¹⁸⁴. Parece ter mérito, no entanto, de ancorar o sistema de *shadow banking* nas atividades dos bancos¹⁸⁵. Além disso, como se pode ver no capítulo 1, esta definição parece familiarizada com as ligações entre mercados monetários e mercados de capitais durante o tempo de Bagehot e até 1914.

2.3.4 Definição com base nos instrumentos utilizados

Outra tentativa de definir o que é atividade de *shadow banking*, é focar-se nos tipos de instrumentos utilizados nas atividades do sector (produtos financeiros e serviços oferecidos). Esta proposta diferencia entre uma definição estrita (que exclui produtos fornecidos pela intermediação bancária) ou ampla (que inclui os produtos fornecidos pela intermediação bancária)¹⁸⁶¹⁸⁷.

Uma outra definição com esta base nos instrumentos é complementada pela definição do local onde os mesmos são transacionados. Assim, estariam incluídos na definição aqueles instrumentos negociados no mercado de intermediação não-bancária.¹⁸⁸

¹⁸⁴ “For us, by contrast, shadow banking is simply “money market funding of capital market lending”, sometimes on the balance sheets of entities called banks and sometimes on other balance sheets. As such, shadow banking is not some troubling excrescence on the healthy body of traditional banking. Rather, it is the centrally important channel of credit for our times, which needs to be understood on its own terms.”. MEHRLING, PERRY [ET. AL] (2013), Pág. 2.

¹⁸⁵ “From this vantage point, the question of appropriate oversight and regulation requires us to abstract from what we know about traditional banking, and to start instead by imagining a world in which shadow banking is the only banking system.”. Idem ibidem. Pág. 2.

¹⁸⁶ “Even this broader definition of “shadow banking,” however, so far only includes entities. While that limited meaning might adequately define “shadow banks”, “shadow banking” presumably refers to what shadow banks do. That presumption, however, raises two questions. The first question is whether “shadow banking” should refer to the provision by shadow banks of any financial products and services, or only to the provision by shadow banks of products and services ordinarily provided by traditional banks. Some adopt the latter, more limited meaning. I adopt the broader meaning, however, because the essential element of shadow banking is that non-banks provide financial products and services. Moreover, the broader meaning is flexible enough to encompass the inevitable evolution of financial products and services over time.”. SCHWARCZ, STEVEN L. (2012), Pág. 621 e 622.

¹⁸⁷ “I therefore define “shadow banking” to mean not only the provision of financial products and services by shadow banks, but also the financial markets used to provide those products and services.”. Idem, ibidem, Pág. 622.

¹⁸⁸ “The second question is a bit more metaphysical: should shadow banking—or, at least, the concept of a shadow-banking network—be limited to the provision of financial products and services by shadow banks, or should it also embrace the mediums used by shadow banks to provide those products and services? Shadow banks primarily provide those products and services through the financial markets. The core of shadow banking,

O problema com esta definição é que pode potencialmente ser excessivamente inclusivo e, até, mesmo sobrepor-se a outras regulações. A vantagem é a sua adaptabilidade à evolução futura do mercado, e por parecer incluir todas as entidades (de intermediação bancária e não-bancária) possíveis.

Finalmente, uma outra alternativa também propõe uma definição com base nos instrumentos utilizados, mas qualificada pela ideia fundamental de criação de risco sistémico. Nesta proposta, a função económica de transformação da maturidade é o elemento determinante: o *shadow banking* deve ser definido como os instrumentos que permitem financiar projetos de risco com instrumentos de passivo de curto prazo. Dada essa desconformidade, pode originar-se risco sistémico¹⁸⁹. No final, apesar do risco de ser excessivamente inclusivo, esta abordagem tem os benefícios da adaptabilidade à inovação financeira e da inclusão do *shadow banking* relacionada com o sector bancário. Tem a limitação de se cingir à questão da transformação de maturidade, sem capturar o risco decorrente, por exemplo, da alavancagem. Também é prejudicada pela indefinição acerca do que seja risco sistémico, que pode ser não ser percebido de antemão; e que qualquer proposta pode ser demasiado abrangente ou ficar aquém das necessidades.

2.3.5 Definição proposta

As definições propostas, individualmente, são úteis por contribuírem com a indicação de elementos importantes; porém não podem considerar-se individualmente adequadas. Sem prejuízo, qualquer definição de *shadow banking* deve incluir elementos de cada uma delas.

Uma definição baseada em entidades parece insuficiente, não incluindo os bancos e excluindo a possibilidade de que acordos contratuais ou similares entrem na definição. Ao mesmo tempo, uma definição instrumental parece ter o mesmo problema (focando-se nos instrumentos, falta referência às instituições). A qualificação proposta para a definição com base nos instrumentos e centrada no risco sistémico também parece defeituosa. A verdade é que

structured finance, operates principally through these markets because securitization, the dominant method of structured finance, depends critically on SPEs to issue securities that satisfy the demands of capital-market investors. Repo lending, another well-known example of shadow banking, similarly operates through financial markets.”. Idem, ibidem, Pág. 622.

¹⁸⁹ “If the purpose of regulating shadow banking is to cope with systemic risk, the definition of shadow banking instruments should be linked to maturity transformation broadly conceived. All and only the instruments allowing the funding of risky long-term assets (such as a house or exposure to the housing market) with short-term liabilities (such as a repo or a marked-to-market derivative) should define shadow banking.”. PACCES, ALESSIO M. ; NABILOU, HOUSSEIN (2017), Pág. 11.

não é fácil identificar riscos sistêmicos na evolução das condições de mercado onde a inovação financeira é tão importante. A sua limitação a um critério (transformação de maturidade) não parece capturar suficientemente os riscos. Finalmente, uma única definição baseada na atividade não é capaz de capturar todas as entidades e instrumentos.

A definição de *shadow banking* deve começar, no entanto, nas atividades e onde elas se desenrolam. O elemento fulcral e mais relevante da definição está na ligação entre os a intermediação não-bancária (bancos comerciais tradicionais) e a intermediação não-bancária (todas as outras entidades e instrumentos). Uma atividade baseada em atividades deve ser mais bem referida como uma definição funcional de *shadow banking*. Embora concordando que a definição de *shadow banking* deve consistir numa mistura das definições propostas¹⁹⁰, esta não deve focar-se nos instrumentos, mas na sua ligação com o sistema bancário tradicional.

A proposta de definição apresentada por este trabalho foca no modelo de negócio (seguindo uma linha de raciocínio similar à de Mehrling): assim, o *shadow banking* consiste no modelo de negócio que permite aos bancos (diretamente ou através de outros veículos ou instrumentos) obter financiamento direto ou indireto nos mercados de intermediação não-bancária através de entidades, instrumentos e outros acordos de investimento, de forma a realizar as suas atividades de transformação de liquidez e maturidade, serviços de pagamento e serviços auxiliares. Por conseguinte, qualquer entidade e/ou instrumento é relevante se estiver direta ou indiretamente ligado ao financiamento das atividades dos bancos. Esta definição centra as preocupações sistêmicas nos bancos e permite a diferenciação entre as atividades (conjuntas ou de competição) dos intermediários financeiros (bancários e não-bancários) nos mercados financeiros¹⁹¹.

Os intermediários bancários são os elementos fundamentais desta definição por terem acesso direito ao *backstop* público (explicitamente, após os arranjos institucionais que resultaram da Grande Depressão). Todo o *backstop* privado, neste contexto, deve contar com

¹⁹⁰ “Choosing one approach to defining shadow banking is not easy, for they all have shortcomings. Activity-based definitions are under-inclusive or too vague to operationalize in a democratic regulatory system. Entity-based definitions may be sufficiently precise to operationalize, but they are ultimately uninformative about the source of systemic risk. Moreover, both activity-based and entity-based definitions are static and may fail to capture new forms of shadow banking that generate systemic risk. Instruments-based definitions may fare better in connection with systemic risk, and if carefully crafted, can adapt to financial innovation. However, they tend to be over-inclusive, which brings us back to the operationalization problem. The best way to define shadow banking is, therefore, a combination of the three approaches, with a special focus on the instruments.”. Idem, ibidem, Pág. 11 e 12.

¹⁹¹ “The shadow banking system is a web of specialized financial institutions that channel funding from savers to investors through a range of securitization and secured funding techniques.”. ADRIAN, TOBIAS ; ASCHRAFT, ADAM B. (2012), Pág. 1.

uma garantia pública implícita da qual dependem, como se verá, todas as demais promessas de liquidez (no sentido de convertibilidade) privada. Como se verá no capítulo 3, esta solução funciona até que ocorra um choque: o momento em que o *backstop* público é chamado a intervir. Isto significa que o único *backstop* relevante é o *backstop* público de que os bancos beneficiam, e que só indiretamente beneficia o *shadow banking*. Liquidez (em sentido verdadeiro) introduzida pelo orçamento do governo, tal como descrito no capítulo 4.

O mesmo raciocínio aplica-se ao elemento de risco sistémico. A definição também não deve centrar-se no risco sistémico decorrente dos instrumentos, por duas razões principais. Em primeiro lugar, porque é quase impossível prever o que é ou não uma fonte de risco sistémico. É possível mapear possíveis riscos, mas geralmente, o “cisne negro” surge de onde não se espera¹⁹². Portanto, mesmo escolhas que pareçam razoáveis num determinado momento, podem revelar-se como irrazoáveis ou erradas no futuro. Ou pode acontecer o contrário! Afinal, embora as expectativas possam explicar os planos elaborados pelos agentes e, até mesmo, investimentos concretos, muitas vezes as expectativas também têm uma natureza extrapolativa da realidade¹⁹³. Por outras palavras, as expectativas de investimento geralmente não são suficientemente precisas para este fim de mapeamento de criação dos riscos sistémicos no sistema. O foco deve estar na criação de riscos (em geral) e não diretamente relacionados com o sistema (sendo que poderá vir a materializar-se uma relação entre os dois, risco e sistema).

Em segundo lugar, a busca por uma definição de risco sistémico não parece relevante. Isso porque o foco já está na participação dos intermediários bancários. O risco para o sistema é esse: o colapso do sistema bancário pela criação de riscos. A razão pela qual os bancos e os mercados monetários estão sujeitos a intervenção (como se pode ver no capítulo 3) deve-se à sua natureza sistémica e aos efeitos que têm sobre a sociedade, a soberania política, a moeda (pela criação de meios de pagamento), os preços e a estabilidade financeira. Se os bancos falharem, perder-se-ão as poupanças de uma parte substancial das famílias; como se viu no

¹⁹² “The challenge of financial innovation is that its systemic effects may simply be unforeseeable until they materialize to create or contribute to a financial sector crisis. For example, indices based on super-senior tranches of MBSs reflected only very small default risk levels throughout the first half of July 2007, despite the fact that such securities were already a ticking time bomb on financial firms' balance sheets.⁵⁸ Although the recent financial crisis offers many examples, two effects of one important innovation-credit default swaps-illustrate the unpredictable but sometimes devastating consequences of financial innovation.”. GORDON, JEFFREY N.; MULLER, CHRISTOPHER (2011), Pág. 173 e 174.

¹⁹³ “Our analysis of data on earnings expectations and investment yields two basic conclusions. First, expectations data appear to be extremely helpful in understanding corporate investment plans and actual investment, more so than some traditional measures of determinants of investment. Second, several empirical tests appear to reject the rational expectations benchmark, pointing to the extrapolative nature of expectations.”. GENNAIOLI, NICOLA ; MA, YUERAN ; SHLEIFER, ANDREI (2015), Pág. 29.

capítulo 1, a razão para ter um sistema bancário institucionalmente segregado é defender as poupanças dos pequenos depositantes e evitar corridas aos depósitos (uma das lições da Grande Depressão). Se esses agentes desejam correr riscos não relacionados com o sistema bancário, devem suportar as consequências de qualquer falha nas suas expectativas. Os intermediários financeiros não-bancários devem poder falhar; as atividades de *shadow banking* só devem ter um estatuto especial de atenção porque fazem parte do modelo de negócio das operações bancárias. Se assim não fosse, aplicar-se-ia a regra geral: poderem falhar.

2.4 Porque o Shadow Banking é uma ameaça ao bem público liquidez

O objetivo deste título é continuar a discussão sobre a dialética entre os incentivos privados e públicos que justificam a existência do *shadow banking*, e os objetivos sociais relevantes que são por ele colocados em causa.

Assim, e porque não estamos mais no mundo de Bagehot, tem de existir uma discussão pública (pelo menos nas democracias) sobre a razão pela qual o *shadow banking* existe, e como se beneficia do *backstop* público.

Esta não é apenas uma questão para o sistema financeiro. É uma discussão que inclui toda a economia. Neste cenário mais global (abarcando toda a economia), a regulação tem um propósito: ao analisar-se os eventos históricos como a Grande Depressão e a GFC, observa-se que uma crise financeira tende a afetar não só o sistema financeiro, mas também a soberania política, as condições de vida dos cidadãos e a economia real.¹⁹⁴

2.4.1 Tensão entre incentivos privados e objetivos sociais em geral

Já em referência à totalidade do mercado de intermediação financeira, não é simples descrever a relação entre incentivos privados e objetivos sociais em geral, porque estão em permanente tensão. Como referido no capítulo 1 (cujas ideias são agora concretizadas), embora

¹⁹⁴ “Did the financial collapse of the early 1930's have real effects on the macroeconomy, other than through monetary channels? The evidence is at least not inconsistent with this proposition. However, a stronger reason for giving this view consideration is the one stated in the introduction: this theory has hope of achieving a reconciliation of the obvious suboptimality of this period with the postulate of reasonably rational, market-constrained agents. The solution to this paradox lies in recognizing that economic institutions, rather than being a "veil," can affect costs of transactions and thus market opportunities and allocations. Institutions which evolve and perform well in normal times may become counterproductive during periods when exogenous shocks or policy mistakes drive the economy off course. The malfunctioning of financial institutions during the early 1930's exemplifies this point.”. BERNANKE, BEN S. (1983), Pág. 275.

valorizando positivamente a eficiência na criação de crédito (para fomentar o desenvolvimento económico), a sociedade também valoriza as externalidades positivas da estabilidade financeira. O ponto de equilíbrio, para a sociedade, parece estar numa ponderação entre a continuação do crescimento económico e a manutenção da estabilidade¹⁹⁵.

Ao analisar os diferentes incentivos presentes, é possível verificar que os estímulos privados para continuar a aumentar a alavancagem são convergentes com os incentivos sociais para continuar a impulsionar a atividade económica através do crédito e da alavancagem privada. Estes são ambos os elementos que concorrem para a criação de fragilidades financeiras. É exatamente no que diz respeito à fragilidade financeira que o abismo se abre entre os estímulos privados e coletivos. Os agentes privados não têm qualquer compromisso com a estabilidade, visam apenas a maximização do lucro ou outros objetivos privados. O problema do *free ride* está aqui claramente presente: embora todos os agentes beneficiem da existência de estabilidade financeira, nenhum está disposto a deixar de obter lucro para que se concretize esse bem que beneficia a todos. O agente que não coopera, beneficia-se da cooperação dos demais.

Por esse motivo a estabilidade financeira é uma preocupação social, abordada pelas autoridades governamentais. As regulações e a supervisão existentes constituem uma forma ativa e preventiva de alcançar este objetivo social da estabilidade financeira (ponderado pelo crescimento).

2.4.2 Tensão entre incentivos privados e objetivos sociais em geral no *shadow banking*

¹⁹⁵ “The shifting opinions of politicians and voters mentioned in the Introduction and documented in Sargent (2010) become more understandable when we recognize that ‘model uncertainty’ about what a central bank should do has prevailed among leading economists (and sometimes even within the mind of a single economist). For hundreds of years, a tension between economic efficiency and financial stability has run through economists’ thinking about banks and central banks. The names of the liabilities (bank notes and bills of exchange in the eighteenth century, bank notes and deposits in the nineteenth and twentieth centuries, claims on money market mutual funds and maybe even credit default derivatives in the twenty-first century), and the names of the assets (self-liquidating commercial loans in the eighteenth and nineteenth centuries, sovereign debt in the twentieth century, and mortgage-backed securities in the twenty-first century) have changed, but the underlying theoretical issues endure. What kinds of assets should financial intermediaries be permitted to hold, and what kinds of liabilities should they issue? Regulating banks’ portfolios can foster a stable price level and stable monetary (narrow) aggregates, but at the cost of creating rate-of-return wedges (i.e. situations in which different people face different rates of return on assets carrying the same risks). These rate-of-return wedges open incentives for evasion and impose costs in terms of economic efficiency. Later, I use writings of Milton Friedman to illustrate a tension between stability and efficiency and the conflicting policy recommendations to which they can give rise.”. SARGENT, THOMAS J. (2011), Pág. 199 e 198.

O quadro genérico de conflito entre objetivos e incentivos, descrito para a generalidade da intermediação financeira, é o mesmo com as atividades de *shadow banking*. São desejáveis à atividade de intermediação financeira (pelo menos até um determinado nível), uma vez que fornecem crédito e liquidez (fluidez) à economia. Assim, e em princípio, esta atividade beneficia a economia diminuindo os custos e aumentando as possibilidades de financiamento. Ao mesmo tempo, são uma ferramenta que os bancos usam para aumentar os seus lucros e atividades para além dos níveis limite determinados pela regulação. Quando esse nível ideal é ultrapassado, aumenta a fragilidade do sistema¹⁹⁶: afinal, as atividades de *shadow banking* partilham as mesmas fragilidades inerentes com os bancos, estando sujeitas a corridas (*runs*) e sendo fortemente afetadas pelas vendas forçadas ou urgentes (*fire sale*)¹⁹⁷. São ainda mais frágeis do que os bancos, porque não têm acesso direto aos *backstops* públicos (como os bancos têm)¹⁹⁸.

Assim, não se pode dizer que sejam novidade as fragilidades trazidas por esta atividade de *shadow banking*. Essas fragilidades materializam-se, por sua vez, em externalidades¹⁹⁹. E nada disto é inédito, já que também os bancos estão expostos a riscos semelhantes. Como foi referido acima, o mundo atual tem similitudes com o mundo de Bagehot. Mas não é uma mera

¹⁹⁶ “Whenever the regulatory costs exceed the costs of securitizing assets p (i.e., if we are above the 45 degree line), the shadow banking sector has positive size in equilibrium, i.e. $G(s^*) > 0$. However, as long as the shadow banking sector is small relative to the capacity of arbitrageurs to purchase its assets at face value in a fire sale, it is stable. Only when regulatory costs are sufficiently larger than securitization cost p , the shadow banking sector's size $G(s^*)$ exceeds the critical threshold, and shadow banking becomes fragile.”. LUCK, STEPHAN; SCHEMPP, PAUL (2014), Pág. 24.

¹⁹⁷ “The focus is on credit intermediation activities by non-bank financial entities that are close in nature to traditional banks (i.e. credit intermediation that involves maturity/liquidity transformation, leverage and/or credit risk transfer), while excluding non-bank financial entities that do not usually involve significant maturity/liquidity transformation and are not typically part of a credit intermediation chain (e.g. pension funds). Such credit intermediation activities by non-bank financial entities often generate benefits for the financial system and real economy, for example by providing alternative financing/funding to the economy and by creating competition in financial markets that may lead to innovation, efficient credit allocation and cost reduction. However, unlike other nonbank financial activities, these activities create the potential for “runs” by their investors, creditors and/or counterparties, and can be procyclical, hence may be potential sources of systemic instability. These non-bank credit intermediation activities may also create regulatory arbitrage opportunities as they are not subject to the same prudential regulation as banks yet they potentially create some of the same externalities in the financial system.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2013c), Pág. 3.

¹⁹⁸ “While shadow banks conduct credit and maturity transformation similar to traditional banks, shadow banks do so without the direct and explicit public sources of liquidity and tail risk insurance via the Federal Reserve’s discount window and the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) insurance. Shadow banks are therefore inherently fragile, not unlike the commercial banking system prior to the creation of the public safety net.”. ADRIAN, TOBIAS; ASCHRAFT, ADAM B. (2012), Pág. 1.

¹⁹⁹ “This article argues that the primary cause of regulatory confusion is that disintermediation has increased the relative importance of one of the fundamental categories of financial market failure. Two types of market failures underlying shadow banking—information failure and agency failure—were also prevalent in the bank-intermediated financial system. By amplifying systemic risk, however, disintermediation has greatly increased the importance of what scholars long have viewed as a third market-failure category: externalities.”. SCHWARCZ, STEVEN L. (2013), Pág. 1785.

cópia. Parece sim ser uma versão mais complexa e globalizada daquele²⁰⁰. Por conseguinte, pelo menos uma parte das ameaças enfrentadas já nos é conhecida; e foram dramaticamente expostos em dois eventos históricos: a Grande Depressão e no GFC. Outras, decorrentes deste tempo histórico, tornaram-se óbvias com a GFC.

2.4.2.1 *Shadow banking* e ameaça à ação dos bancos centrais

Não obstante, há uma diferença relevante para aquela realidade. Atualmente, e diferente daquele tempo, os bancos centrais mundiais são entidades governamentais e/ou, pelo menos, diretamente comprometidas com o cumprimento de objetivos da coletividade. No tempo de Bagehot os bancos centrais eram instituições privadas, comprometidas apenas com os objetivos dos seus acionistas. Esta não é uma mera subtilidade, e obriga a uma reflexão sobre o teor da proposta inicialmente formulada por Bagehot (de que os bancos centrais deveriam ser *Lenders of Last Resort*).

Ao propor que os bancos centrais do sistema atuassem como *Lenders of Last Resort*, a sua intenção era garantir a liquidez do sistema para preservar o valor daquelas instituições privadas. Ao prover liquidez a um juro mais alto e com garantia de qualidade, os bancos centrais do sistema estavam a garantir a confiança do mercado monetário/bancário; e garantir a continuidade do comércio (pela concessão de crédito às atividades).

O foco, à época, era a garantia do banco central privado a um sistema privado. A estabilidade era um subproduto da criação de valor para os acionistas, e não um fim social que aquela entidade deveria alcançar. Como é atualmente.

Desde a Grande Depressão, o regime institucional criado incluía os bancos centrais como instituições públicas com poderes para combater as fragilidades inerentes à intermediação bancária, como se pôde ver no capítulo 1. Mas esse benefício estava restrito aos intermediários bancários. Como decorre da evolução descrita no capítulo 1 e no capítulo 2, o *shadow banking* está hoje direta e indiretamente ligado ao sistema bancário. Este modelo é, por isso, diferente

²⁰⁰ “The modern shadow banking system, at its core, bears a surprising resemblance to the 19th century world that Walter Bagehot helped us to understand in his magisterial book *Lombard Street: A Description of the [London] Money Market* (1873). At the heart of both worlds is the wholesale money market, and operating as the crucial liquidity backstop in both worlds is the central bank. At the time Bagehot was writing, this backstop function was not yet fully understood, much less accepted; much the same could be said of the central bank’s backstop of the shadow banking system today (Capie 2012). We are living today in a Bagehot moment, when the outlines of the new are just emerging from the ashes of the old.”. MEHRLING, PERRY [ET. AL] (2013), Pág. 1.

da pura intermediação nos mercados de intermediação não-bancária: beneficia indiretamente, ou até apenas de forma implícita, da proteção social conferida aos intermediários bancários.

Nesse sentido, afeta o sistema bancário regulamentado e financiado pelo governo (em última instância); mas, em teoria (não na prática, como se sabe) ocorre fora desse sistema institucional (especialmente no mercado OTC). Por outras palavras, não está sujeito à sua regulação.

Consequentemente, todo o sistema financeiro é sustentado por um *backstop* público provido pelos bancos centrais, e definido (para fins deste trabalho) como uma promessa pública de confirmação das promessas de crédito e liquidez dos intermediários bancários e, após a GFC, de alguns intermediários não-bancários (*too big* ou *too interconnected to fail*) (diretamente) e dos intermediários não-bancários (indiretamente e via relacionamento com os intermediários bancários)²⁰¹. É sobre esse sistema que o *shadow banking* está assente. É essa promessa que sustenta todos estes balanços inerentemente frágeis, ainda mais depois da intervenção como resposta à GFC.

2.4.2.2 *Shadow banking* e ameaça à economia

A GFC demonstrou que as fragilidades que se podem avolumar com a atividade de *shadow banking* podem ter efeitos além do sistema financeiro: pelas dificuldades que pode causar ao sistema de intermediação bancária; por adicionar mais constrangimentos à oferta de crédito, em decorrências dessas dificuldades; ou até mesmo (no pior cenário) por destruir valor dos aforradores (famílias e empresas). São assim três vias pelas quais uma crise originada na atividade de *shadow banking* se pode transmitir à economia real: pela via da exposição direta a essa fonte de crédito, pela via indireta das modificações dos preços dos ativos e pela via indireta da ligação ao sistema de intermediação bancária.

Em primeiro lugar, Podem afetar a economia real, pelo súbito desaparecimento desta oferta de crédito. Uma vez que o sector tem uma grande quota de mercado, significa que a economia está altamente dependente desta fonte de financiamento. De facto, em 2021, como se

²⁰¹ “During crisis, the central banks of Bagehot’s time and our own both dutifully employed their balance sheets to stem the downturn. In both his time and ours they did so without much prior theory about why it would work, and with hardly any thought about possible implications for more normal times. The time for all of that would come later, after the crisis. Bagehot’s book started the process of necessary rethinking for his own time by bringing out into the open how the Bank of England had acted during previous crises. We start the process of necessary rethinking for our own time by using Bagehot as an entry point for understanding the modern shadow banking system, and the Fed’s response to the global financial crisis.”. Idem, ibidem, Pág. 1.

verificou, cerca de metade das necessidades financeiras da economia eram atendidas por esta fonte de crédito. Isto significa, por outro lado, que em tempos de baixa liquidez, uma importante fonte de crédito para o mercado pode não estar disponível (*credit crunch*, definida no capítulo 3). Esta indisponibilidade aumenta a pressão sobre os agentes em busca de financiamento e sobre os demais intermediários financeiros.

Uma segunda preocupação, relacionada com esta primeira, prende-se com a influência que estes ativos de crédito tenham nos preços dos ativos. Por conseguinte, numa hipotética crise, poderá não ser apenas o acesso ao crédito que estará vedado; o próprio valor dos ativos detidos (que, como vimos, se transmite como choque indireto entre os balanços dos intermediários financeiros) pode causar grandes perdas a investidores menos protegidos.

Uma terceira preocupação está relacionada com a interligação entre o sector bancário regulamentado e o sector não-bancário não regulamentado. Como a Grande Depressão e o GFC mostraram, essas interconexões (ainda que implícitas) são perigosas e significativas para a estabilidade financeira. Este contágio é ainda mais importante pela sua natureza sistémica: as instituições sistémicas, os bancos, estão no centro das atividades do *shadow banking*²⁰².²⁰³. Isto significa que uma corrida ao *shadow banking* é, de facto (e ainda que parcialmente), uma corrida aos bancos. Apesar de (e, também, por causa de) todo o aparelho institucional governamental existente.

2.4.3 Garantia implícita

A existência de uma garantia implícita é o grande fator que explica a existência do modelo de *shadow banking*. Como se pôde ver no capítulo 1, desde a Grande Depressão que as atividades bancárias decorrem num ambiente de risco limitado. Só os bancos podem ter acesso direto a esta rede de segurança, que se reflete na função de *Lender of Last Resort* pelo Estado

²⁰² “Linkages can be direct or indirect. Direct borrowing/lending and investment exposures between two counterparties are examples of direct interconnectedness. Indirect interconnectedness arises when two entities hold common assets (portfolio overlap) or when the market value of their equity or debt securities move together concurrently (comovement).”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2019), Pág.28.

²⁰³ “A Lorenz curve representation illustrates the dominance of a limited number of asset management companies suggesting a concentration of market power (see Chart 12). For the sample and Q3 2015 figures for aggregate net assets, 84.9% of all assets are managed by 10% of the asset management companies. The large footprint of a small number of asset management companies in the euro area investment fund sector is particularly noteworthy in this context. According to LIM data, the 130 largest asset management companies manage 90% of all assets under management, where the largest 25 asset managers – many of them owned by banking groups – represent 53% of total net assets and 33% of funds in the sample.”. DOYLE, NICOLA [ET AL.] (2016), Pág 20 e 21.

(como detentor e gestor do ativo líquido). Portanto, as ferramentas dessa rede de segurança não deveriam estar disponíveis (especialmente diretamente) à atividade de *shadow banking*. No entanto, estão; e isso foi legitimado para alguns intermediários não-financeiros após a GFC. Esta garantia implícita é o que justifica o esforço de arbitragem regulatória dos intermediários. Esta garantia é referida como garantia ou *backstop* público ao longo deste trabalho.

2.4.3.1 Como funciona a garantia

A garantia das atividades dos bancos não é implícita, mas explícita. O sector bancário tem geralmente um custo direto (contribuições obrigatórias para os sistemas de depósito) e indireto (requisitos de reserva e regulamentação das suas atividades) relacionados com esta proteção.

Por sua vez, o sector de intermediação não-bancária também ganha com este apoio. Falo de duas formas: uma permanente e indireta; a outra que era direta porém casuística, mas que agora se aplica explicitamente a alguns intermediários não-bancários.

A proteção indireta é a que resulta do apoio dado aos intermediários bancários no sistema de crédito e pagamento. Esta estabilidade que esse suporte gera estende-se a todo o sistema financeiro e à economia. Oferece uma base sólida para a negociação e avaliação de risco de crédito, fazendo a transmissão positiva através dos balanços dos intermediários financeiros.

O apoio direto era esporádico e casuístico. Decorre da constatação de que os choques de uma crise financeira se podem transmitir indiretamente pelos balanços e através da desvalorização dos ativos. Em situações extremas, como aconteceu pelo menos durante a Grande Depressão²⁰⁴ a GFC²⁰⁵, apoio direto a intermediários não-bancários foi concedido. Este

²⁰⁴ “Although the government's actions set the financial system on its way back to health, recovery was neither rapid nor complete. Many banks did not reopen after the holiday, and many that did open did so on a restricted basis or with marginally solvent balance sheets. Deposits did not flow back into the banks in great quantities until 1934, and the government (through the Reconstruction Finance Corporation and other agencies) had to continue to pump large sums into banks and other intermediaries.”. BERNANKE, BEN S. (1983), Pág. 272.

²⁰⁵ “This new provision, of course, would rule out assistance to AIG, Bear Stearns, Lehman, Citigroup, and Bank of America, all candidates for Fed assistance in the fall of 2008, whether or not the collateral that supported their loans was good. Presumably, the FDIC's resolution authority is meant squarely to address such cases, but the emphasis on adequate collateral could well undermine the Fed's ability to create lending facilities that provide widespread support to the financial sector. For example, in November 2008, the Fed created the Term Asset Loan Facility (“TALF”). TALF provided five-year nonrecourse loans, collateralized by asset-backed securities rated at the highest investment grade by rating agencies. The goal was to restart the asset-based securitization market, a major source of financing for consumer credit and financial and nonfinancial businesses.

apoio contingente é a chamada de garantia implícita, e pode ser prestado pelos intermediários bancários ou pelas próprias autoridades.

A garantia implícita é a promessa subjacente que dá credibilidade à promessa de crédito e liquidez das atividades de *shadow banking*. Tem dois níveis diferentes: primeiro, a garantia apresentada pelo intermediário financeiro promotor do produto (relevante sendo direta ou indiretamente emitida pelo intermediários bancário). Esta promessa consiste na confiança do mercado de que o promotor irá garantir a viabilidade da estrutura de investimento que promove (a sua avaliação de crédito no mercado). O risco nesta situação é a deficiência na precificação do ativo (pelo desfasamento entre a percepção dada pela garantia implícita e o risco real do ativo),. Por exemplo, num fundo do mercado monetário (*Money Market Fund*) a promessa (expressa ou implícita) de que o promotor fornecerá a liquidez necessária para cumprir o prazo de resgate e a promessa de valor²⁰⁶. O promotor tem o interesse de agir desta forma para manter intacta a sua reputação de mercado, evitar uma corrida e/ou não ser expulso do mercado (por

During early 2009, the Fed expanded the pool of eligible collateral to include residential and commercial MBSs, as well as loans backed by leases or other loans related to various sorts of business expenditures. The Fed committed up to \$1 trillion to this program. The funds were lent on a nonrecourse basis precisely because of the valuation risk associated with such securities in the midst of the crisis. There was real risk that the collateral was insufficient. The Fed's risk was covered with a \$20 billion TARP allocation. ". GORDON, JEFFREY N.; MULLER, CHRISTOPHER (2011), Pág. 196 e 197.

²⁰⁶ *"Due to the stable NAV rule, investors of MMMFs effectively treat the funds like demand deposit accounts. In fact many MMMFs market the funds as alternatives to demand deposits. However, MMMFs have no explicit backstop that would protect them against declines in asset values. MMMFs do rely on implicit discretionary support by sponsors. However, in financial crisis, investors cannot, necessarily, count on the sponsors to provide support. The second friction that we would like to highlight in the context of MMMFs is thus the implicit guarantee provided by the funds' sponsors."* ADRIAN, TOBIAS ; ASCHRAFT, ADAM B. (2012), Pág. 46.

ser visto como arriscado ou desonesto)²⁰⁷. Esta situação aconteceu e foi observada, por exemplo, em lugares como os EUA, durante o GFC²⁰⁸, ou China, mais recentemente²⁰⁹.

O segundo nível está relacionado com a promessa de crédito público (*public backstop*) subjacente à promessa bancária. Mais uma vez, este segundo grau é a única razão pela qual a promessa de crédito privado dos bancos é mais fiável do que as promessas de outros agentes privados. Este acesso ao mercado de ativo líquido qualifica a sua promessa no mercado. Isto

²⁰⁷ “These holders had allocated resources to money-claims for instrumental purposes: the now-distressed instruments had been part of their transaction reserves. Upon an issuer default, these holders might encounter serious practical problems. They might have payments due very soon to trade creditors, employees, or lenders, for example. Unless the affected money-claimants can monetize other assets right away, they might have trouble meeting their near-term transactional requirements. And a sudden inability to meet transactional needs may lead to consequential losses—opportunity costs, operational disruption, reputational damage, or even default. Critically, these consequential losses are distinct from any losses attributable to the impairment of the value of the instruments themselves. In fact, the consequential losses from default might far exceed any such investment losses. Nor will these consequential losses be retroactively mitigated if the money-claims are ultimately honored in full. Here again, Bagehot is a reliable guide: “[U]ltimate payment is not what the creditors of a bank want; they want present, not postponed, payment; they want to be repaid according to agreement; the contract was that they should be paid on demand, and if they are not paid on demand they may be ruined.”⁶⁹ The instrumental value of money-claims and the consequential losses that arise when their issuers default are two sides of the same coin.”. RICKS, MORGAN (2011), Pág. 108.

²⁰⁸ “To some extent, the willingness of banking institutions to engage in maturity transformation through conduits and SIVs may also have been due to their underestimating their own commitments in these ventures. After all, they were separate legal entities, with assets and liabilities that were kept separate from the sponsoring institutions’ balance sheets. Commitments to provide liquidity in case of need were not put into balance sheets either; presumably, such commitments did not have to be put into the accounts if the sponsoring bank’s management considered it more likely than not that the commitment would not be called upon. In the crisis, of course, the commitments were called upon, and some banks found that, for the sake of their reputations, it was necessary to accept liabilities of their conduits and SIVs even beyond their own legal obligations.”. HELLWIG, MARTIN (2008), Pág. 50.

²⁰⁹ “On the surface, many financial institutions only play intermediary roles and therefore are not directly exposed to any credit risk. In reality, implicit guarantees are often provided by financial institutions. For example, although banks have no legal obligation to bear credit risk for their WMPs, investors widely believe that banks do provide implicit guarantees. This belief has been strengthened by past cases of restructuring troubled WMPs. Since the capital charges and liquidity requirements are different for on-balance-sheet activities from that for off-balance-sheet WMPs, banks’ *de facto* leverage may have been underestimated. Similar problems exist for nonbank financial institutions. For example, trust firms also provide implicit guarantees for their investors. Moreover, banks’ off-balance-sheet financing often involves many nonbank financial institutions. The risk-sharing mechanism among these participating institutions is often not well defined for the purpose of avoiding the scrutiny of regulators. Therefore, in the face of major credit events, there could be legal risks related to which party should bear the loss.”. LIAO, MIN ; SUN, TAO ; ZHANG, JINFAN (2016), Pág. 8 e 9.

também é verdade, entre outros casos, em jurisdições tão diferentes como os EUA²¹⁰ e a China²¹¹.

2.4.4 O risco moral que advém do *Shadow Banking*

O risco moral consiste no problema ético em relação à assunção das perdas e externalidades negativas decorrentes das atividades de intermediação financeira. O princípio seria o de que aquele que investe e desenvolve atividades com um determinado nível de risco, assumiria os custos e os ganhos decorrentes dessa ação. A intervenção do ente Estatal para assumir parte ou a totalidade das perdas daquele empreendimento de risco teria um inerente risco moral, já que os ganhos seriam coletados unicamente pelo agente que empreendeu aquela atividade, mas as perdas seriam assumidas pela comunidade.

É esta a situação que acontece na intermediação financeira. As atividades privadas recolhem os benefícios das estratégias de risco. No entanto, por vezes as perdas e/ou as externalidades negativas decorrentes das ações dos agentes são partilhadas ou totalmente assumidas pela coletividade. A ação do Estado é justificada (pelo menos em teoria) como forma de garantir estabilidade e o bem-estar da coletividade (perante o desequilíbrio criado), mas o problema moral mantém-se.

²¹⁰ “Credit intermediation outside of backstopped commercial banks grew significantly, as illustrated in Figure 1. Outside of commercial banks, institutions have varying degrees of connectedness to government backstops. For example, uninsured liabilities outside of commercial banks are part of the shadow banking system since they do not benefit from access to official sector liquidity, thus making them vulnerable to concerns about credit as well as runs by investors. However, some shadow banking liabilities have indirect access to backstops via credit lines of commercial banks. The pricing of credit lines, which benefit from the government backstops, therefore influences the pricing of such uninsured liabilities. As the distortionary impact from official backstops is primarily contained via constraints on risk taking (e.g. via capital requirements), the pricing of the credit line to the shadow banking institution can benefit from the government backstop of the commercial bank. Examples of distorted pricing of shadow banking activities due to the closeness to government backstops are widespread and include the pricing of intraday credit in the triparty repo market, the implicit guarantees of various shadow banking institutions under the umbrella of bank holding companies due to reputational reasons (for example structured investment vehicles and money market funds), or credit guarantees written by insurance companies that benefit from superior credit ratings due to state insurance funds.”. ADRIAN, TOBIAS (2014), Pág. 3.

²¹¹ “However, if shadow banking is not properly regulated, it can pose a serious risk. First, it reduces the effectiveness of macroprudential controls and financial supervision. Some shadow banking institutions invest in local government financing vehicles,¹ property companies, and companies in energy-inefficient, high-pollution sectors with excess production capacity, thereby interfering with macroprudential controls and affecting the rate of economic adjustment. The “rigid redemption” (in Chinese *gangxing duifu*) policy of providing an implicit guarantee to shadow banking institutions brushes the debt problem under the carpet and risks causing moral hazard and adverse selection.”. SEKINE, EIICHI (2015), Pág. 102 e 103.

A forma de ponderar esse risco moral ficou estabelecida na resposta à Grande Depressão, na forma de intervenção pela imposição de regulação e supervisão aos intermediários financeiros; especialmente aos intermediários bancários.

A questão do risco moral distingue-se em três planos diferentes, segundo o critério da sua severidade. Em primeiro lugar, numa forma mitigada pela imposição prévia das formas de intervenção da regulação e supervisão. Ao limitar dessa maneira o surgimento e extensão de fragilidades, o Estado está a proteger a posição da coletividade. Em segundo lugar, numa forma severa quando, apesar de não ser tão extensivamente intervencionado, o apoio financeiro do Estado é entregue aos intermediários não-bancários. Em certas situações, isso pode ser necessário para garantir a estabilidade financeira. Em terceiro lugar numa forma extrema, onde o suporte é outorgado pelas ligações provocadas pelos intermediários financeiros no processo de arbitragem regulatória. Esta terceira situação parece ser a que melhor se aplica ao *shadow banking*.

Na primeira situação descrita, o Estado age como *Lender of Last Resort* do sistema de intermediação bancária. Na segunda e na terceira situação o Estado passa a agir, de facto, como *dealer* de último recurso (*dealer of Last resort*)²¹².

Todo este apoio de liquidez, inclusive aquele aplicado para dar suporte ao *shadow banking*, provém da mesma fonte: o dinheiro dos contribuintes. No entanto, esse suporte ao sector nunca foi um objetivo do sistema institucional criado, e/ou uma função imaginada para esse sistema²¹³. Em cada caso concreto podem contar-se razões que justifiquem tal conduta; mas não se pode deixar de discutir esta conduta, que tem tantas consequências substanciais (jurídicas, económicas, financeiras e políticas).

No final da linha, são os orçamentos do Estado e os contribuintes que dão apoio direto e indireto aos intermediários financeiros, bancários e não-bancários.

²¹² “Operating as dealer of last resort, the Fed found itself inventing a new version of the Bagehot principle to guide its operations: insure freely but at a high premium. As dealer of last resort, what the Fed was insuring, it is important to emphasize, was not the payments that the debtor had promised to make but rather the market value of the promise itself; that is the difference between dealer of last resort and credit insurer of last resort. As in the original Bagehot principle, the idea is for the Fed to charge a price that provides incentive for the private market to undercut the Fed once it recovers.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 134.

²¹³ “The very term shadow bank reveals how the new market-based credit system was viewed initially (and still is viewed) from the perspective of the traditional bank-based credit system. In partial defense of that popular view, it is certainly true that the new system emerged out of the traditional system, and also relied symbiotically-some might say parasitically-on ties with that system. Moreover, those ties turned out to be crucial during the crisis, since, when the shadow banking system collapsed, it collapsed first onto the traditional banking system. Only when the resulting load proved too heavy for the traditional banking system to bear did the system of government backstops come into play, a system of backstops that had never been intended to support the market-based system.”. Idem ibidem, Pág. 116.

Estas intervenções para dar suporte a intermediários financeiros tornaram-se cada vez mais frequentes desde a desregulamentação dos anos 1970/1980, com o caso paradigmático da resolução do *Continental Illinois*²¹⁴. O risco moral está profundamente relacionado com a inovação financeira e a arbitragem regulatória ligada às atividades dos intermediários bancários e não-bancários²¹⁵. A verdade é que devido à falta de transparência, à ligação ao sistema bancário e à dificuldade em prever o futuro, nenhum governo pode fazer uma promessa credível de que não haverá resgate do sector não-bancário no futuro. Os exemplos de intervenções passadas são evidentes²¹⁶, e tais medidas podem ser necessárias para assegurar a estabilidade financeira do sistema no futuro (e não apenas da parte de intermediação bancária ou da intermediação não-bancária)²¹⁷. De resto, e como se verá no capítulo 5, essa possibilidade ficou expressamente prevista na regulação dos EUA, por exemplo.

Essas medidas são executadas através da política monetária ou fiscal. O suporte através da política monetária é executado pela utilização do balanço do banco central. Este crescimento

²¹⁴ “The resolution of Continental Illinois presented problems for regulators due to the bank’s size and complexity. In resolving Continental Illinois, the FDIC departed from its existing policy of paying uninsured depositors only a portion of their claim at the time of the bank’s closing, with the remainder paid only if net resolution proceeds were available. Uninsured depositors were paid in full along with insured depositors. The distinction between being insured and not being insured became meaningless. This came to be referred to as Too Big To Fail in likely reference to Continental Illinois’s significant size and general prominence compared to the other banks that were resolved under the FDIC’s modified payoff policy. There was genuine concern at the time that a run on Continental Illinois could trigger a system-wide run with devastating consequences for all financial markets and the U.S. economy in general.”. MACEY, JONATHAN R. ; JAMES P. HOLDCROFT, JR. (2010 - 2011), Pág. 1376 e 1377.

²¹⁵ “Bear Stearns was the fifth-largest brokerage house in the United States before it was acquired in an assisted transaction by JPMorgan Chase, itself a very large bank. But as we would learn from the failure of the fourth-largest investment bank in the United States, Lehman Brothers, size alone does not translate into systemic risk. Bear Stearns was a leading underwriter of mortgage securities, but Lehman Brothers was bigger. Bear Stearns was a large underwriter of equity securities and dealer of commercial paper, but, again, Lehman Brothers was bigger on both counts. Bear Stearns was reportedly a big participant in the credit default swap market, but so was Lehman Brothers, and because this is a private and highly opaque market we have no way of knowing who was in fact bigger in this field. And while at the time of its failure Bear Stearns was not a bank or a bank holding company, within six months the only two large investment banks remaining in the United States would be. All of this makes the question of what constitutes “too interconnected” in the context of a securities business relevant.”. Idem, ibidem, Pág. 1368.

²¹⁶ “Second, history is relevant. Because we have bailed out the banks in the past, people have rationally come to expect that we will bail them out in the future. Despite serious prior efforts to refrain from using taxpayer funds to bail out companies like AIG, Citigroup, and Goldman Sachs, the political fallout from the failures of these or other financial behemoths was deemed too great for bailouts to be avoided in time of crisis. Put another way, our country’s established record of bailouts actually makes it far more difficult for the government to make a remotely credible commitment to stop future bailouts.”. Idem, ibidem, Pág. 1373.

²¹⁷ “In times of economic stability, governments understand that future bailouts of massive financial institutions will be expensive and inefficient; they will lead to significant moral hazard on the part of the financial institutions that are eligible for such bailouts. Policymakers, however, cannot credibly commit to refrain from supporting large, important financial institutions. The government’s inability to precommit to refrain from engaging in massive bailouts creates an implicit government guarantee: those institutions in this “Too Big To Fail” category will be bailed out, despite the government’s inevitable prior pledges (usually made immediately after prior bailouts) to refrain from orchestrating such bailouts in the future.”. Idem, ibidem, Pág. 1370.

dos ativos do banco central pode significar uma deterioração significativa das suas promessas de liquidez e crédito do próprio Estado. Mais do que isto. Quando este apoio é feito através de operações de mercado aberto dirigidas a uma base alargada de intermediários financeiros (não só bancos) e ativos financeiros (não só ativos de alta qualidade), os bancos centrais ficam diretamente expostos ao risco de crédito dos mutuários. Estas exposições, se em incumprimento, afetarão primeiro a credibilidade do banco central e, se não forem controladas, o Orçamento do Estado (mais não seja pela eventual capitalização do banco central, desviando recursos de outras áreas). Isto porque, nas estruturas institucionais mais comuns, o Estado é o detentor de capitais próprios das ações do banco central. Políticas como o *quantitative easing*, cruciais para a recuperação do GFC, são um exemplo prático do descrito.

Por sua vez, o apoio através da política orçamental é a utilização direta do Orçamento do Estado para fornecer liquidez aos intermediários financeiros. É o caso, por exemplo, quando o tesouro ou o Ministério das Finanças nacionalizam um intermediário financeiro. Um outro exemplo é quando o Estado confere apoio para garantir o pagamento de depósitos de intermediários bancários insolventes..

Estes apoios criam alguns incentivos perversos à tomada de riscos, e acentuam o problema do dilema moral. As principais consequências problemáticas consistem na perda de disciplina do mercado, no relaxamento dos controlos privados do risco de crédito e na precificação deficiente dos ativos. A cada evento de suporte, estes incentivos são reforçados. Uma vez que os intermediários financeiros começam a sentir que serão sempre socorridos pelo Estado, independentemente da sua estratégia de risco, os agentes tenderão a optar por estratégias com mais risco (e assim, mais retorno). Coletivamente, como é óbvio, a fragilidade tenderá igualmente a aumentar..

O *shadow banking*, depois de um certo limiar de negócio, torna-se uma ameaça à estabilidade financeira e é uma fonte de risco moral. Por conseguinte, é necessário discutir e pensar em como a arbitragem regulatória pode prejudicar a liquidez como um bem administrado pelo ente público. Afinal, quando os riscos se materializam, é a comunidade, através do Estado, que aparece para o resgate. Isso traz consequências coletivas sérias.

3. AS CRISES FINANCEIRAS E A FUNÇÃO DE *LENDER OF LAST RESORT*

O objetivo deste capítulo é aprofundar a questão sobre a tensão e ponderação entre os incentivos dos agentes privados e dos incentivos e objetivos da sociedade (representado pela ação de tutela do Estado).

Acontecimentos como a Grande Depressão e a GFC mostram que os agentes privados não estão necessariamente empenhados no objetivo da estabilidade financeira. Como descrito no capítulo 2, eles apreciam favoravelmente este objetivo, mas não estão disponíveis para suportar os custos e/ou perdas de lucro necessárias. Esse é o papel do ente coletivo, que o faz pela intervenção (por exemplo, sob a forma de regulação e supervisão).

O principal ponto de encontro entre estes objetivos conflitantes são os preços de mercado. Um preço é uma informação dada ao mercado do rácio cambial entre uma quantidade determinada de bens e serviços e uma unidade de conta. Por razões de eficiência, os preços são cotados numa unidade de conta que é chamada de moeda (em geral). A moeda é essencial para o regular e eficiente funcionamento do mercado, pois esta unidade de conta permite relacionar todos os bens e serviços da economia. Assim, em vez de se referir a x unidades de um bem em troca de um serviço y , é possível referir-se a um ativo comum detido tanto por todos os agentes da economia. Desta forma, um agente não terá de produzir ou adquirir x unidades para ter um serviço y . O agente cobrará um certo número de unidades de conta pelo bem x , e poderá utilizar as unidades de conta para contratar o serviço y .

Por este motivo, a moeda (em geral) é um ativo especial na economia. Pode influenciar os preços da economia e, portanto, as condições de produção e investimento. Por atuarem diretamente no mercado do ativo líquido, da moeda soberana e na criação de meios de pagamento (quase-moeda, como a moeda bancária e os demais ativos de crédito, incluindo produtos de *shadow banking*) os intermediários financeiros influenciam diretamente a organização económica. Podendo essa intervenção ter um efeito positivo e/ou prejudicial na economia e na estabilidade financeira.

Foi relatado no capítulo 2 que os intermediários financeiros têm mesmo um incentivo para desenvolverem uma conduta que impacta a oferta de moeda, a disponibilidade de meios de pagamento e a economia: o lucro obtido através da criação de alavancagem. Como ali visto, é porque os intermediários financeiros têm este incentivo que o quadro institucional para controlar a criação de moeda foi implementado.

O *shadow banking*, neste contexto, tem um papel importante pela arbitragem regulatória que lhe está subjacente, permitindo aos intermediários financeiros escapar às limitações regulatórias de emissão de moeda.

A tarefa de exercer a soberania económica é essencialmente implementada através de três instrumentos principais: política monetária, política fiscal e política cambial. Para controlar as atividades financeiras e cumprir essa tarefa, são normalmente utilizados instrumentos jurídicos de intervenção: como a regulação, a supervisão ou a introdução de medidas financeiras (por exemplo contribuições, taxas ou impostos) e a *Função de Lender of Last Resort*.

Esta última terá análise especial, por se tratar principalmente da utilização (direta ou indireta) do balanço do banco central ou do orçamento do Estado para gerir o ativo líquido e manter as condições de liquidez.

3.1 A natureza da moeda (*lato sensu*)

Para compreender a natureza da moeda (*lato sensu*), é preciso colocá-lo no seu contexto: as atividades económicas desenvolvidas por uma comunidade. Um relato ilustrativo desta relação é o descrito por Milton Friedman sobre uma tribo no Pacífico, que utilizava um tipo determinado de pedra como moeda²¹⁸. A convenção social naquela comunidade era que esta pedra específica tinha um valor intrínseco, reconhecido por todos os seus membros²¹⁹. Este

²¹⁸ “From 1899 to 1919 the Caroline Islands, in Micronesia, were a German Colony. The most westerly of the group of the island of Uap, or Yap, which at the time had a population between five thousand and six thousand. In 1903 an American anthropologist named William Henry Furness III spent several months on the island and wrote a fascinating book about the habits and customs of the inhabitants. He was particularly impressed by the islander’s monetary system, and accordingly he gave his book the title I have given this chapter: *The Island of Stone Money* (1910). [As their island yields no metal, they have had recourse to stone; stone on which labour in fetching and fashioning has been expended, is a truly representation of labour as the mined and minted coins of civilization. Their medium of exchange, they call *fei*, and it consists of large, solid, thick, stone wheels, ranging in diameter from a foot to twelve feet, having in the centre a hole varying in size with the diameter of the stone, wherein a pole may be inserted sufficiently large and strong to bear the weight and facilitate transportation. These stone “coins” [were made from limestone found on an island some four hundred miles distant. They] were originally quarried and shaped [on that island and the product] brought to Uap by some venture-some native navigators, in canoes and on rafts... [A] noteworthy feature of this stone currency... is that it is not necessary for its owner to reduce it to possession. After concluding a bargain which involves the price of a *fei* too large to be conveniently moved, its new owner is quite content to accept the bare acknowledgement of ownership and without so much as a mark to indicate the exchange, the coin remains undisturbed on the former owner’s premises.”. FRIEDMAN, MILTON (1992), Pág. 3 e 4.

²¹⁹ “What both examples – and numerous additional ones that could be listed – illustrate is how important appearance or illusion or “myth”, given unquestioned belief, becomes in monetary matters. Our own money, the money we have grown up with, the system under which it is controlled, these appear “real” and “rational” to us. Yet the money of other countries often seems to us like paper or worthless metal, even when the purchasing power of individual units is high.”. Idem, ibidem, Pág. 7.

relato é importante para entender a natureza psicológica da moeda. O objeto moeda é constituído pela confiança comum dos membros da comunidade na sua base de valor.

Se substituirmos a palavra "pedra" pelas palavras "ouro" ou "prata", teremos as mesmas conclusões e resultados. Estas eram as unidades monetárias comumente utilizadas (no caso do ouro, até à década de 70 do século XX). Estas (ouro e prata) têm sido as "pedras" das finanças modernas, incluindo durante o século dezanove e inícios do século XX. Depois de 1970, especialmente o dólar norte-americano tem sido a "pedra" internacional, ou a unidade monetária internacional de conta (em conjunto com outras moedas importantes, mas de menor preponderância, como se detalhará).

3.1.1 Características da moeda soberana

O que faz a moeda soberana, ser moeda? São três características que devem estar presentes. Primeiro, a qualidade de ter "curso legal obrigatório" (que se reflete, também, no seu poder liberatório). Para esse fim, o ente soberano emite uma norma que estabelece que um objeto legalmente identificado é a moeda aceite para pagamentos e transações naquela jurisdição. A qualidade do curso legal obrigatório faz com que esse objeto seja aceite para pagamentos ao governo; o que, numa sociedade organizada, faz com que todos os outros também estejam dispostos a aceitá-lo como meio de pagamento²²⁰. Neste contexto, a ideia de selo, de “cunhagem da moeda”, é elementar. Este é o ato soberano que certifica as unidades de conta que serão aceites, as regras de conversão, os montantes da moeda e as promessas de pagamento. É uma garantia de valor e aceitabilidade para todos os agentes²²¹.

²²⁰ “The “legal tender” quality means that the government will accept the pieces of paper in discharge of debts and taxes due to itself and that the courts will regard them as discharging any debts stated in dollars. Why should they also be accepted by private persons in private transactions in exchange for goods and services? The short answer - and the right answer - is that private persons accept these pieces of paper because they are confident that others will. The pieces of green paper have value because everybody thinks they have value. Everybody thinks they have value because in everybody’s experience they have had value – as is equally true for the stone money of chapter 1.”. Idem, ibidem, Pág. 10.

²²¹ “There was nevertheless a most important step, on the way to the establishment of a metallic medium of payment, which had still to be taken: the invention of coinage, which appears to be traceable to lands of Greek culture, about 650 BC. A coin is a piece of metal that has been stamped by the issuer; by the stamp it is guaranteed. The guarantee was in the first place one of weight and fineness, of quantity and of quality. In its absence the metal would have to be tested, in ways that were bound to be expensive, almost every time that it was used as money. That would have greatly impeded the use that could be made of it. (We do however have evidence that, at least sometimes, transactions were conducted in this way; for hoards of pieces of uncoined silver have been discovered—archaeologists call them ‘dumps’. Coinage was a great step forward from that.”. HICKS, J. R. (1989), Pág. 45.

Esta característica opera como mera ficção jurídica, e tem sérias limitações práticas que serão detalhadas. Como se verá adiante, há uma diferença material entre a moeda do soberano (agora descrita como aquela que beneficia de curso legal) e a moeda internacional (correspondente ao ativo líquido).

Este objeto aceite como moeda soberana também deve, em qualquer caso e em segundo lugar, preservar alguma escassez para manter o seu valor (como se demonstra pelo fenómeno da inflação)²²². Tem de haver um equilíbrio: embora seja relativamente escasso, para manter o seu valor, a moeda soberana deve estar presente na economia em quantidade suficiente para permitir a execução das transações pelos agentes.

Outra característica que a moeda soberana deve possuir, e em terceiro lugar, é o da durabilidade. Deve ser um objeto que possa ser armazenado sem que o seu valor se deteriore ou perca. Historicamente, o ouro tem sido usado como objeto da moeda²²³, exatamente porque reúne estas duas características citadas (durabilidade e escassez).

3.1.2 Funções da moeda soberana

A moeda soberana serve funções específicas na economia. A primeira é ser uma unidade de conta, um padrão de valor. Esta função é crucial para as transações comerciais, por reunir sob uma única medida os agentes que constituem a procura e os agentes que constituem a oferta. Caso contrário, numa economia de troca de mercadorias (*barter economy*), este contacto direto para a transação só ocorrerá se os agentes tiverem ofertas e procura convergentes. A moeda soberana permite que esta transação aconteça sem quaisquer outras transações acessórias. A moeda soberana como unidade de conta é uma razão para a eficiência económica²²⁴.

²²² “That friction is no fragile thing. On the contrary, the value of having a common money is so great that people will stick to the friction even under extreme provocation. But neither is the friction indestructible: the phrase “not worth a Continental” is a reminder of how the friction was destroyed by the excessive amount of Continental currency the Continental Congress issued to finance the American Revolution. The numerous inflations throughout history - whether the recent moderate inflations in the United States, Britain, and other advanced countries, or the very large inflations in South and Central American countries, or the hyperinflations after World Wars I and II, or the more ancient inflations going back to Roman times- have demonstrated the strength of the friction and, indirectly, its usefulness.”. FRIEDMAN, MILTON (1992), Pág. 10 e 11.

²²³ “Since gold is not subject to physical deterioration when it is stocked, it is indeed particularly suitable for that purpose; another commodity could however have been used, though with a little more trouble.”. HICKS, J. R. (1989), Pág. 128.

²²⁴ “Indeed, as both of these examples show, the function of money as a standard, if it is no more than a standard, is to make it possible to form a price-list, in which the values of a number .of commodities are reduced to a common measure. Without its help, there would be a distinct price-ratio between each pair of commodities, and these would not need to be consistent with one another. And that is a need which (as the cattle example shows)

A segunda é ser um meio de pagamento. Isto está relacionado com a função da moeda soberana como uma unidade de conta e significa que para concluir uma transação a contraparte aceitará o objeto moeda soberana como uma representação de valor. Normalmente, esta função está ligada à ideia de curso legal obrigatório e do poder liberatório. No entanto, é preciso ter em conta que a moeda soberana não é o único objeto que pode ser aceite pelo mercado como meio de pagamento²²⁵.

Keynes identificou uma terceira função da moeda soberana, como armazenamento de valor. Esta característica da moeda soberana é importante, uma vez que está causalmente relacionada com o seu caráter líquido (na esfera interna, como será detalhado no capítulo 4). Nesta função, a moeda é usada como uma ferramenta para a gestão de liquidez do agente²²⁶. Esta proposta contestava a visão predominante existente, no tempo de Keynes, de que a moeda soberana só era fundamental para as duas primeiras funções mencionadas.

A quarta função da moeda soberana é permitir a execução de transações intertemporais. Pode argumentar-se, no entanto, que esta quarta função já está incluída na primeira função (dinheiro como unidade de conta)²²⁷. Ainda assim, a distinção explícita desta função parece útil, uma vez que a moeda permite mais do que apenas transações pontuais. A moeda soberana

can arise without arising from trading; and (as the other example shows) can also arise from trading between two parties, none others being, even indirectly, concerned. It does indeed seem proper to lay down that barter, in the narrow or even in the wider sense, is appropriate only for bilateral trading.”. Idem, ibidem, Pág. 44.

²²⁵ “What remains, in general, immediately after the making of the contract, are on the one hand a debt 'in real terms' from the seller and on the other a debt in money terms from the buyer. Money is paid for discharge of a debt, when that debt has been expressed in terms of money. Thus money comes into the transaction in two ways, first in the part it plays in formation of the contract, then in the part it plays in paying. Do not these correspond to the classical functions of money, as laid down in textbooks, to be (1) a standard of value and (2) a means of payment? By taking the representative transactions in the form proposed, we have put them into their places in relation to one another. (...) It is not easy to see that there can be payment, of a debt expressed in money, unless money as standard has already been implied in the debt that is to be paid. So money as means of payment implies money as standard. But could a debt expressed in money be discharged otherwise than in money? Surely it could.”. Idem, ibidem, Pág. 42 e 43.

²²⁶ “What however of the third 'function', usually taken to go with them, of being a store of value? That money, on occasion, can be a store of value—that, as one used to say, it can be hoarded—is of course not to be denied. But this is no distinguishing property of money as such. Any durable and resellable good can be a store of value. A picture by an Old Master can be a store of value, but no one would want to say that it was money. Nor can money be distinguished, along this line of thought, by saying, as Keynes did, that money is the perfect store of value, that it is the only asset which possesses perfect liquidity, so that it does not have to bear interest in order that it should be held. For liquidity in turn cannot be defined, as we shall have much reason to see, except in terms of exchangeability for money. So to define money as an asset with perfect liquidity is to argue in a circle. It is the other functions of money which are intrinsic; the liquidity property follows from them.”. Idem, ibidem, Pág. 42.

²²⁷ “A fourth 'function', to be a 'standard for deferred payments', has by the arrangement here adopted already been covered. It is included in 'standard of value' if, as I am supposing, payment is usually more or less deferred, 'Unit, of account', which has often been, taken to be a synonym for 'standard', accordingly says much less than what is needed.”. Idem, ibidem, Pág. 41 e 42.

permite a formação de preços futuros no presente, permitindo que a produção futura ocorra com alguma certeza. A moeda serve como referência para os cálculos sobre o valor futuro.

3.1.3 A relação entre moeda soberana e poder soberano

O conceito de soberania, enquanto categoria intelectual, está geralmente associado ao renascimento e à formação do Estado moderno. A soberania corresponde à ideia de poder absoluto, aquele que não está sujeito a qualquer outro poder. Desde o século XVI, o conceito de soberania está associado ao Estado²²⁸. Neste contexto, a política monetária é apenas um aspecto dessa soberania política, que inclui muitas outras potências (como se verá).

No entanto, a soberania política e, especificamente, monetária é muito mais antiga do que a sua proclamação no século XVI. Como já se aludiu no capítulo 1, a soberania monetária estava, por exemplo, associada à religião em regimes teocráticos²²⁹. Foi mencionado, acima, a importância que a cunhagem adquiriu, como meio de certificação do valor metálico precioso²³⁰. Essa herança de tratar alguns metais como sagrados foi a raiz de onde se originou a prática de valorização desses metais. Mas era a sua aceitação pelo exercício dos poderes de soberania que lhe davam essa qualidade de ter curso legal e poder liberatório²³¹. Não sem tensão, como se descreverá.

A soberania monetária é formada por três poderes diferentes. Estes estão diretamente associados às funções monetárias descritas: os poderes de criação de uma unidade de conta, de

²²⁸ “First, however, let us see what sovereignty means in political science. According to one view, the concept of sovereignty “implies a theory of politics which claims that in every system of government there must be some absolute power of final decision exercised by some person or body recognized as competent to decide and able to enforce the decision” (Crick 1968). The simplest form of the theory is the common assertion that “the state is sovereign,” which is usually a tautology, just as the expression “sovereign state” can be a pleonasm (Crick 1968). The concept of the state came into being about the same time as the concept of sovereignty, and it served the same purpose and had the same meaning (Crick 1968).”. MUNDELL, ROBERT A. (2002), Pág. 128.

²²⁹ “As already noted, the concept or doctrine of political sovereignty entered the literature of political science in the sixteenth century, thousands of years after the concept of monetary sovereignty had been proclaimed by the rulers or priesthood of the ancient theocracies. Different metals received different treatment. In early times, gold was a sacred metal, under the control of the top prelate, a position often combined with the top ruler. The earliest mints were temple; (...).”. Idem, ibidem, Pág. 130.

²³⁰ “The empire had lost the mantle of sovereignty, and a few states had produced gold coins, but there was no formal transfer of sovereignty. Edward III had issued his gold nobles in his capacity as vicar-general of the Holy Roman Empire. It was not until the year 1356 that the empire (which had been reformed) issued its “golden bull,” formally ceding the gold prerogative to the kings of Europe.”. Idem, ibidem, Pág. 131 e 132.

²³¹ “The right to produce and control money is a clear-cut test of a country’s independence and sovereignty. The most important dimension of this monetary sovereignty, however, is the right of a state to declare that which counts as legal tender. This principle, called the law of payment, goes back to ancient times, to Paulus and the Pandects of Justinian. But nothing is heard of it before the downfall of the sacred Empire, and it is first noted in England in the reign of Edward III.”. Idem, ibidem, Pág. 133.

determinar os meios de pagamento e o poder de produzir moeda soberana²³². Esta última capacidade é especialmente importante pelo prêmio dado pela senhoriagem. A senhoriagem está relacionada com a capacidade de produzir moeda soberana “do nada” que só os soberanos têm. Isto significa que os soberanos podem aumentar o seu poder de compra gratuitamente (ou a custos insignificantes), apenas através da emissão de mais moeda (soberana). A preservação deste poder tem sido uma grande preocupação dos soberanos, na história, e justifica a perseguição daqueles agentes dispostos a desafiar ou violar este poder²³³.

No entanto, persiste uma limitação inerente à noção de soberania: os soberanos só podem determinar a moeda soberana na sua jurisdição. Limitado no alcance do seu poder, o soberano deve encontrar outras formas de executar transações com outros soberanos²³⁴. Esta limitação óbvia foi resolvida, na Europa Ocidental, pelo uso histórico da unidade de ouro desde o Império Romano²³⁵. Desde a expansão europeia (nos séculos XV e XVI) que esta foi a norma utilizada em transações internacionais, tendo sido exportada esta construção e incluído outras jurisdições.

No entanto, esta necessidade representa um desafio à ligação entre a moeda e a soberania.

3.1.4 Legitimidade da moeda e os mercados

Apesar da ligação histórica entre a moeda, a cunhagem e a soberania monetária, o mercado também tem uma visão sobre o que é, ou não, a moeda. Os mercados fazem a sua

²³² “Monetary sovereignty can be broken into three parts: (1) the right to determine what constitutes the unit of account-the commodity or token in which price lists are specified; (2) the right to determine the means of payment-legal tender for purposes of the discharge of debt; and (3) the right to produce money-or else determine the conditions under which it is to be produced by others.”. Idem, ibidem, Pág. 134.

²³³ “Monetary sovereignty took on its great importance in the age of over-valued money.¹⁶ Whether the over-valued money arose as a result of coinage, paper money, or bank money, the question of profit or seigniorage arose. In the transition from commodity money to overvalued money, the government had access to a great fiscal resource that it could either exercise itself or sell (e.g., in the issue of charters to banks) to the private sector. To overvalue a money, the state had to keep its supply restricted, by means of a monopoly, and thus arose the draconian penalties¹⁷ that became associated with the infringement of monetary laws. Infringement of monetary sovereignty was invariably classified with crimes of high treason.”. Idem, ibidem, Pág. 134.

²³⁴ “From what we have said it appears that the Chartal form is associated with the State which introduces it, for the use of the piece must take place where the law runs, i. e. it is limited to the State's territory, for the law does not operate beyond its boundaries. The Chartal form can never be effective " internationally," or, rather, it can never be effective from State to State, as long as States are totally independent of one another. This is a striking limitation of it, compared with autometallism.”. KNAPP, GEORG FRIEDRICH (2013), Pág. 40 e 41.

²³⁵ “A similar system was adopted by the Romans after 46 B.C. but at a ratio of 12:1, which was maintained, through Rome's successor in Constantinople, until the sacking of that great city by the Crusaders in 1204. Protection of the monetary prerogative required draconian laws against and gruesome tortures for infringements on it.”. MUNDELL, ROBERT A. (2002), Pág. 130.

própria moeda (em sentido impróprio, e distinto do ativo líquido e da moeda soberana), no sentido em que criam os seus próprios meios de pagamento.

Na prática comercial os agentes frequentemente utilizavam uma dívida para pagar outra dívida. No final, ao compensarem-se mutuamente, todos os comerciantes terão os seus bens transacionados pagos.

No entanto, há um nível distinto de complexidade nestas transações. Enquanto a moeda soberana tem um valor de face (estável e correspondente a determinadas reservas), os diferentes instrumentos de dívida terão um valor presente distinto correspondentes à sua natureza de crédito. Apenas se todas as dívidas estivessem expostas ao mesmo nível de risco não haveria hierarquia entre os instrumentos de dívida. Se não for esse o caso (e esse não é o caso, na prática), e as diferentes dívidas estiverem expostas a diferentes níveis de riscos, haverá uma diferença na qualidade das dívidas. Ou seja, um valor diferente e hierarquizado entre os títulos de dívida.

Essa não seria uma grande questão num mundo local onde as diferentes informações sobre a reputação da qualidade de créditos dos agentes é conhecida²³⁶. A questão surge quando os comerciantes querem negociar fora do seu círculo comercial habitual. Num ambiente desses as assimetrias de informação irão acentuar-se consideravelmente. Nesse caso, enfrentarão mais dificuldades para que a sua dívida seja aceite como meio de pagamento. Quando o mercado se expande, os intermediários surgirão naturalmente para aceitar estas diferentes dívidas como meio de pagamento. Foi neste contexto que os mercados financeiros²³⁷ e o negócio dos

²³⁶ “The quality of a debt from a particular trader depends on his reputation; it will regularly be assessed more highly by those who are in the habit of dealing with him, and know that he is accustomed to keep his promises, than by those who do not have the advantage of this information. Thus we may think of each trader as having a circle of traders around him, who have a high degree of confidence in him, so that they are ready to accept his promises at full face value or near it; there is no obstacle to offsetting of debts within that circle from lack of confidence in promises being performed. If he wants to make purchases outside his circle he will not be so well placed. Circles however may overlap; though C is outside A's circle, he may be within the circle of D, who himself is inside the circle of A. Then though A would not accept a debt from C if offered directly, he may be brought to accept it if it is guaranteed by D, whom he knows. D is then performing a service to A, for which, he may be expected to charge. A would have to pay more for a guarantee from a trader who is "further" from him; but he should often be able to get it at a reasonable price from some who are 'near'. ”. HICKS, J. R. (1989), Pág. 48.

²³⁷ “We can recognize the market on which such prices are established as a market for acceptances of bills of exchange, I am taking that as the first of financial markets to be considered, not only for the historical reason that it is the first which we know to have flourished, but also because one can explain why it had to come first. Unlike the more familiar financial markets which will be shown to follow after it, it needs no specialists in financial dealings (bankers or even brokers) for it to work. It can come into existence through dealings between merchants (who may indeed be specialized in dealings on a particular line of goods, but are not specialized financiers); it can come about, without any particular attention being paid to it, in the ordinary course of trade. ”. Idem, ibidem, Pág. 48.

intermediários financeiros²³⁸ surgiram, trazendo eficiência ao mercado. Os intermediários fornecem a sua tecnologia de avaliação de crédito para permitir que a transação aconteça.

Estas dívidas são “moeda” (em sentido impróprio) apenas entre os comerciantes. Como relatado, só a moeda do soberano é aceite junto a este e no resto da sociedade. Para interagir fora do círculo dos comerciantes, cada um deles tem de mudar esse título de dívida por moeda soberana. Isto significa que estas notas e títulos são inferiores à moeda. A técnica de desconto é uma forma de representar esta inferioridade²³⁹ e será mais pormenorizado no capítulo 4.

Os intermediários financeiros, ao criar a moeda bancária, são fundamentais neste processo de viabilizar o sistema de pagamentos. Crédito, faturas, notas promissórias, cheques... Todos estes instrumentos de crédito e dívida são exemplos históricos de como o mercado pode usar dívidas para liquidar pagamentos. Estes títulos são tratados como quase-moeda. A principal característica a justificar a utilização de cada um deles é a promessa de crédito que lhe está subjacente. Os títulos originados pelos intermediários bancários têm uma melhor qualidade de crédito, em princípio, por se originarem de uma promessa de crédito de um intermediário que participa no sistema de intermediação bancária e, por isso, beneficia do *backstop* público.

No fundo, e fora do sistema de intermediação bancária, essa promessa de crédito depende da reputação no mercado de que cada um beneficia. Os títulos emitidos pelo modelo de *shadow banking* não são diferentes daqueles exemplos, a não ser pela sua ligação aos intermediários bancários (e, assim, ao *backstop* público). Não passam de exemplos de criação de quase-moeda, meios de pagamento, na economia.

²³⁸ “The first are just intermediaries, with the regular function of intermediaries, in the market for bills. We should think of the mercantile sector as being made up of many, only partially overlapping circles, so that, in order to get the best value for a particular bill, a fairly roundabout route has often to be found. It is the business of this first kind of intermediary to find that route, getting a sequence of guarantees, as cheaply as possible. The other kind of intermediation, which has more of a future before it, is the discounting of bills for cash. Any bill has a date of maturity, so it can (if it is honoured) be turned into cash simply by waiting. But the dates at which a trader finds himself in need of cash, to make purchases outside the mercantile sector, are unlikely to have a perfect match with the bills he happens to hold. So there is a need for intermediaries, between the bill market and the rest of the economy. They can only operate if they hold stocks, both of bills and of cash. Some at least must be doing so, so that when any one of them runs out of cash, he can replenish his stock of cash by selling to others.”. Idem, *ibidem*, Pág. 49.

²³⁹ “It may however already at this stage be objected: is there not a fundamental difference between the market for foreign exchange and our market for bills? The former, if it is a freely competitive market, may surely establish the rate of exchange at any level, high or low; but if our bill market is to be used as an approach to the study of it needs to incorporate a reason why bills, in practice, nearly always stand at a discount in terms of cash, the rate of interest on them being positive. A sufficient reason, within our model, might perhaps be found in the consideration that bills are only acceptable within the mercantile sector, while cash is acceptable within that sector and also outside. So whether the mercantile sector is large or small, cash must always have a wider acceptability.* But it is probably more fundamental that cash is a standard of value as well as a means of payment, so it is fully money; it is the standard in terms of which contracts are expressed and enforced at law; bills, being only a means of payment, are no more than quasi-money. The discount is the expression, by the market, of this inferiority.”. Idem, *ibidem*, Pág. 51 e 52.

Esta relação entre moeda, moeda soberana e quase-moeda torna as fronteiras menos claras entre os diferentes instrumentos. Especialmente quando essa relação é analisada em momentos de crescimento, ou em momentos de contração.

3.1.5 *Real Bills Doctrine vs. Quantity theory vs. State Theory of Money*

Existiam duas principais visões económicas sobre a legitimidade da criação de moeda, que estão na origem da síntese prática que hoje existe: a *Real-Bills Doctrine* e a *Quantity Theory*.

Para a *Quantity Theory* a moeda é principalmente um meio de facilitação das transações. O seu valor para a economia decorre da eficiência que agrega, na facilitação de transações, mas a sua quantidade de face é unicamente nominal. Para esta teoria, a moeda é apenas uma unidade de conta que representa uma certa base monetária: seja uma quantidade de ouro (padrão de ouro, antes de 1973) ou a produção agregada da economia (*fiat money standard*, depois de 1973). A moeda não tem qualquer valor intrínseco, sendo apenas uma representação do poder de compra de bens e serviços que oferece ao seu detentor²⁴⁰. Na visão desta teoria, a autoridade emissora pode determinar a quantidade nominal de dinheiro. No entanto, é o mercado que determina a quantidade real de dinheiro: o número de bens e serviços que a quantidade nominal pode adquirir²⁴¹. Essa quantidade é representada por uma função ente quantidade de moeda (definida pelo banco central) e demanda dos agentes por moeda (de acordo com diferentes níveis de riqueza ou o retorno comparável de outros ativos)²⁴².

Ela traça uma linha clara que diferencia a moeda e o crédito. Dessa forma as autoridades são capazes de controlar a quantidade da moeda emitida, evitando os efeitos negativos da

²⁴⁰ “As written in the equation is an identity, a truism. Every purchase can be viewed in two ways: the amount of money spent and the quantity of a good or service purchased multiplied by the price paid. Entering the amount of money on the left side and quantity times prices on the right, and adding up those sums for all purchases, we have a standard case of double-entry bookkeeping. As in double entry bookkeeping in general, the truism is highly useful.”. FRIEDMAN, MILTON (1992), Pág. 39.

²⁴¹ “The Federal Reserve can determine the quantity of money - the number of dollars in the hands of the public. But what makes the public willing to hold just that amount, neither more or less? For an answer, it is crucial to distinguish between the nominal quantity of money- the number of dollars- and the real quantity of money – the amount of goods and services that the nominal quantity will purchase. The FED determine the first; the public determines the second, via its demand for money.”. Idem, ibidem, Pág 19.

²⁴² “In the paper under discussion, Friedman once again (see Friedman 1956, 1968) presents a theory of money whose central feature is a demand function for money, where this demand is treated “as part of capital or wealth theory, concerned with the composition of the balance sheet or portfolio of assets” (Friedman 1970a, p. 202). Accordingly, his demand function depends on wealth and the alternative rates of return on money and other assets (1970a pp. 202-05).”. PATINKIN, DON (1972), Pág. 884.

alteração da base monetária e consequente mudança no nível de preços (inflação, em momentos de exuberância; deflação, em momentos de depressão económica)²⁴³.

Em contraposição a esta, temos a doutrina da *Real Bills Doctrine*. Sob esta doutrina, a linha entre o crédito e a moeda é fluida. O crédito concedido pelos bancos seria sempre baseado em títulos de dívida que representam transações ou ativos com valor²⁴⁴. Dessa forma a base monetária ajusta-se para que as transações entre os agentes da economia possam ocorrer. O próprio mercado se regularia, para evitar a excessiva oferta de meios de pagamento. Numa interpretação mais restrita, em que são aceites algumas restrições aos intermediários, é proposto que o banco central atue no mercado de forma a executar a mesma função dos intermediários²⁴⁵.

A doutrina da *Real Bills* tem sido criticada por defensores de teorias macroeconómicas²⁴⁶. Na sua opinião, ao não definir uma determinada quantidade de dinheiro na economia a doutrina permite que a base monetária permaneça indefinida. Isto pode significar a expansão descontrolada da moeda, e a flutuação excessiva do nível de preços.

²⁴³ “Motivated partly by a desire to avoid such price-level indeterminacy and possible Wicksellian price-level indeterminacy, quantity theorists have advocated legal restrictions on private intermediation. The legal restrictions are intended to separate “money creation” from credit creation, that is, from the process of intermediation. Thus, for example, Friedman (1959, p. 21) hailed the feature of the National Banking System that taxed state bank notes out of existence and has advocated 100 percent reserves against bank liabilities called demand deposits. The virtue claimed for those measures is that isolation of the money market from the credit market makes it easier for the authorities to control the money supply.”. SARGENT, THOMAS J. ; WALLACE, NEIL (1982), Pág. 1214.

²⁴⁴ “The real-bills doctrine asserts that unrestricted intermediation either by private banks or by a central bank has beneficial economic effects and should be promoted by public policy. The doctrine proposes that there be unrestricted discounting of real bills – evidences of indebtedness, which, in accordance with Adam Smith’s definition in the *Wealth of Nations* (1776/1937), are safe or free of default risk. As we interpret the doctrine, it asserts that one function of banks is to issue bank notes or similar liabilities that, because they are issued small and standard denominations, are more easily held as assets by ultimate lenders than the bills of the ultimate borrowers that the banks are discounting. The key prescription of the doctrine is that no government regulations ought to restrict the scope of such intermediation. The doctrine relies on the market forces to prevent excessive “credit creation” by private banks.”. Idem, ibidem, Pág. 1213.

²⁴⁵ “The doctrine also has an interpretation in terms of a proposed central bank open-market strategy. If regulations happen to exist that inhibit private intermediation - for example, regulations that prohibit private banks from issuing bearer notes and that make the central bank a monopoly issuer of currency-like assets - then the real-bills doctrine instructs the central bank to conduct open market operations in private securities or operate a discount window in a way that vitiates the restrictions against private intermediation. The central bank can accomplish this by freely rediscounting paper for private banks or by lending directly at an appropriate nominal interest rate. By doing this, it brings together borrowers and lenders who otherwise might not be matched because of the restriction against private intermediation.”. Idem, ibidem. Pág. 1213.

²⁴⁶ “Of course, the real bills doctrine was wrong. It was wrong for the same reason that the real business cycle model, which lies behind DSGE models, is wrong: it assumes implicitly that the private sector is inherently self-stabilising. So long as the government does not make everything worse by misguided intervention, the assumption was that output/trade would always return to equilibrium, so there would always be enough real bills to monetise to keep output at equilibrium and prices steady. When the Great Depression hit, this assumption collapsed. Deflation ensued.”. GOODHART, CHARLES A. E. (2010), Pág. 2.

A crítica oposta é dirigida à *Quantity Theory*. Neste caso, ao definir uma quantidade de dinheiro, a base monetária pode acabar por se tornar demasiado restrita ou expandida, causando assim inflação ou deflação.²⁴⁷

O atual arranjo institucional parece fazer a síntese possível da tensão entre ambas as doutrinas. Afinal de contas, ao mexerem as taxas de juros os bancos centrais, nada mais estão a fazer do que tentar controlar a base monetária e a quantidade de meios pagamentos disponíveis. Esse, como se viu, é um objetivo da *Quantity Theory*.

Mas a *Real-Bills Doctrine*, na sua forma mitigada, continua a estar presente. Os balanços dos bancos continuam a ser utilizados como meio de pagamento. Ao modificar a taxa de referência e atuar no mercado para gerir a base monetária, o banco central fá-lo em interação com os intermediários financeiros e adquirindo os seus instrumentos de quase-moeda. O banco central está essencialmente a restringir as condições de crédito. Por outras palavras, reduzir a quantidade de meios de pagamento (quase-moeda) disponível no mercado. Ou, por outro lado, a atuar nas operações de mercado está a criar os meios de pagamento necessários ao funcionamento da economia

Em ambos os casos, a *State Theory of Money* tem de ser referida. Não como teoria económica, mas enquanto justificação política e jurídica do conceito de moeda soberana. As práticas de mercado são tanto a sua base, como uma fonte de desafio a esta teoria.

Na medida em que aceites pelo exercício do poder soberano como meios de pagamento, esses usos comerciais são incorporados (exemplo, aceitação do ouro como valor; ou a utilização de dívidas como meio de pagamento). Mas, por outro lado, o facto de não serem incorporadas não significa que não sejam práticas comuns no mercado (ex. alternativas legais destinadas a contornar restrições de capital)²⁴⁸. A *State Theory of Money* continua a ser necessária à própria

²⁴⁷ “While being a quantity theorist, Friedman recognized this possible effect in his and Anne Schwartz explanation of the Great Depression: The exercise of this arbitrary power has sometimes been beneficial. However, in my view, it has more often been harmful. The Federal Reserve System, authorized by the Congress in 1913 and beginning operations in 1914, presided over the more than doubling of prices that occurred during and after World War I. Its overreaction produced the subsequent sharp depression of 1920-21. After the brief interval of relative stability in the 1920s, its actions significantly intensified and lengthened the great contraction of 1929-33. More recently the FED was responsible for the accelerating inflation of the 1970s – to cite just a few examples of how its powers have in fact been used.”. FRIEDMAN, MILTON (1992), Pág. 18 e 19.

²⁴⁸ “The essence of banking is a swap of IOUs. When a bank makes a loan, it adds to its balance sheet both an asset (the loan) and a liability (a deposit in the name of the borrower). The first currency swaps were nothing more than a minor variation on this traditional banking idea. Suppose an American company A has dollars but needs pounds in order to finance expansion by its subsidiary in England, and a British company B has pounds but needs dollars in order to finance expansion by its subsidiary in the United States. Suppose further that capital controls prevent them from trading currencies and making the desired investment directly. They can accomplish essentially the same thing by using a parallel loan construction. Here's how. The American company loans its

conceção do sistema, especialmente para fins jurídicos e políticos. Mas tem óbvios limites para fins de explicação económica.

Em suma, e regressando à contraposição entre *Real-Bills Doctrine* e *Quantity Theory*, a tensão entre estas teorias expõe, no contexto da moeda soberana e do ativo líquido, a dialética entre incentivos privados e objetivos sociais (como descritos no capítulo 2). O constrangimento de sobrevivência, ali referido é determinado pela limitação da base monetária e dos meios de pagamento. A quantidade é o constrangimento fundamental que os intermediários financeiros enfrentam. Não obstante, o mercado encontra formas de proporcionar elasticidade, face a esse constrangimento factual. A função dos intermediários financeiros é criar essa elasticidade que, se criada em excesso, pode ter efeitos prejudiciais.

O papel do Estado (enquanto ente que tutela a coletividade) é a de tentar criar disciplina (através da intervenção), determinando a quantidade de dinheiro, enquanto oferece uma certa flexibilidade para fomentar as atividades privadas e o crescimento económico permitindo a atuação dos intermediários financeiros.

Observando o sistema atual, parece ser preciso dizer que o mundo contemporâneo (descrito nos capítulos 1 e 2) está mais próximo da *Real-Bills Doctrine* do que da *Quantitative Theory*. Por duas razões principais. Em primeiro lugar, porque é mais difícil determinar qual é a quantidade de moeda soberana, na ausência de uma referência clara, como era o caso do ouro. Embora existam algumas medidas para determinar a quantidade de moeda soberana (por exemplo, os EUA têm as medidas M1, M2 e M3, que progressivamente incluem mais ativos de quase-moeda, ou seja, instrumentos de crédito), não há uma definição clara sobre o conteúdo de cada um desses níveis. Como havia, por exemplo, quando o ouro era utilizado como referência da moeda soberana. A moeda fiduciária traz uma indeterminação à definição de moeda soberana e meios de pagamento, o que dificulta a implementação de uma teoria da quantidade.

Por outro lado, a “moeda” (em sentido impróprio) do mercado (quase-moeda) aumentou a sua importância como meio de pagamento nas transações. É o observado, na prática, o que sustenta a doutrina da *Real Bills*. Em momentos de expansão económica a utilização destes

dollars to the subsidiary of the British company in the United States, while the British company loans its pounds to the subsidiary of the American company in Britain. No money ever travels across national borders so the letter of the law is respected. But although there are no net flows, any reasonable person would agree that the deal involves quite substantial notional gross flows, which offset; in effect, Company A and Company B evade the constraints that bind everyone else. We can represent the swap of IOUs as a set of entries on the balance sheets of the involved parties as follows.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 72 e 73.

ativos, semelhantes à moeda (quase-moeda), pode até ser necessária. Mas a sua criação excessiva pode suscitar algumas preocupações em matéria de estabilidade financeira. Esta noção é fundamental para compreender o problema do *shadow banking*.

3.1.6 Qualidade da promessa de crédito e a hierarquia dos meios de pagamento

Em suma, os meios de pagamento disponíveis são o resultado de uma síntese entre as ações, interesses e incentivos dos soberanos, por um lado, e do mercado, por outro.

Primeiro, do ponto de vista interno. Como já foi explicado, o mercado faz a sua própria “moeda” (em sentido impróprio, querendo dizer que cria os seus próprios meios de pagamento). Este não é um aspeto menor, mas um aspeto central. Decorre da natureza sociológica do porquê da moeda soberana ter essa condição. O poder de determinar o que é a moeda do soberano é importante, mas apenas enquanto os outros agentes do mercado reconhecerem a moeda soberana como valiosa e a utilizarem nas suas transações. O soberano é o único que pode exigir a cobrança de dívidas que lhe devem em moeda soberana; o mercado não está ligado a esta obrigação. O caso da inflação, já mencionado, é um exemplo de quando ocorrem este tipo de situações (os privados preferem manter e efetuar pagamentos em moeda estrangeira, por exemplo, para manter o seu poder de compra).

Além disso, a utilização das dívidas como meio de pagamento são formas de concluir transações sem utilizar a moeda soberana, apenas através da compensação de dívidas entre si (serão cotadas nas unidades monetárias, mas não envolvem a troca da própria moeda).

Os intermediários financeiros são também fundamentais, pela sua capacidade de criar moeda bancária. Nos termos da *Real-Bills Doctrine*, esta ação é crucial para compreender a fluidez da base de meios de pagamento, e fenômenos como o do *shadow banking*.

Em segundo lugar na perspetiva internacional. O soberano só pode concluir transações internacionais na sua moeda soberana, se o outro soberano ou entidade estrangeira aceitar usá-la. Caso contrário, as partes terão de procurar uma unidade de conta comum para liquidar a transação. Haverá uma razão para a troca entre a moeda soberana e o meio de pagamento utilizado nessas transações, o ativo líquido²⁴⁹. Na história, o ouro desempenhou este papel. No comércio internacional, os soberanos usavam ouro para concluir as suas transações, e as suas

²⁴⁹ “The parties to a transaction may have the same, or they may have different, national attachments. The significance of the national money is that it is used (we take it that legal arrangements compel it to be used) as standard of value in internal transactions; but for external transactions, where the parties belong to different nations, no such rule can be laid down.”. HICKS, J. R. (1989), Pág.121.

moedas internas tinham um rácio cambial em relação ao ouro. Só em tempos excepcionais (durante as guerras, por exemplo), as regras de conversão eram temporariamente suspensas, para que os Estados pudessem aumentar a sua dívida interna e fazer pagamentos internos relacionados com os esforços de guerra. Atualmente, desde 1973, as moedas soberanas são negociadas entre si com base na respetiva razão de valor em relação ao ativo líquido. A premissa da *State Theory of Money* apenas pode ser mantida (efetiva soberania económica, inclusive na determinação da moeda) se a relação de conversão da Moeda soberana com o ativo líquido também se mantiver.

A partir desta explicação, é possível ver uma hierarquia entre a moeda internacional (o ativo líquido), a moeda soberana, a moeda bancária (aquela criada pelas operações nos balanços dos bancos) e os demais ativos utilizados como meios de pagamento (em conjunto com a moeda bancária, instrumentos de quase-moeda). Tal hierarquia é organizada na forma de uma pirâmide, com uma grande base e um topo estreito. A posição de cada ativo na hierarquia é determinada pela sua liquidez (no sentido de fluidez, ou seja, conversão para o ativo líquido) de mercado. Em princípio, a promessa de conversão de um soberano será mais bem valorizada do que uma promessa de crédito de um agente privado. A qualidade da garantia é o que cria a noção de hierarquia²⁵⁰, e o que dá importância à função de *Lender of Last Resort* do Estado, em momento de crise financeira.

3.2 A relação direta entre a crise financeira os seus efeitos na economia real

Todos os sistemas económicos devem enfrentar três decisões básicas: o que produzir, como produzir e como a produção é dividida entre os agentes económicos. Seja numa economia central ou multipolar, os agentes procuram informação para tomar estas três decisões fundamentais. Os preços têm este papel fundamental, numa economia de mercado, de reportar

²⁵⁰ “For this to be easily and quickly possible, the quality of the bills he holds must be high; there must be no question of lack of confidence in them, no fear of default. So the effect of this second kind of intermediation is for the bill market to develop a 'core', consisting of 'prime' bills, as it should be appropriate to call them—bills which are such that there is no question of lack of reliability. That is a point at which most important things happen.”. Idem, ibidem, Pág. 49.

onde está a procura²⁵¹ e oferecer os incentivos aos agentes para que orientem a produção de acordo com essa demanda²⁵².

Como se verificou, quando discutidas as teorias da *Real-Bills Doctrine* e da *Quantity Theory*, a procura e disponibilidade de ativo líquido, moeda soberana e de crédito (moeda bancária e restante quase-moeda) pode afetar os preços. Ao influenciar o seu valor, o crédito pode aumentar (quando em excesso) ou diminuir (quando em falta) o valor dos ativos. Dessa forma, traz também incerteza quanto à sua correta avaliação. Esta situação em que o preço do ativo é especulativo é chamada de volatilidade: esta é a variação estatística com grande dispersão sobre o preço de certos ativos quando valorizada por diferentes agentes de mercado. Em condições normais, os agentes com a mesma informação devem avaliar uniformemente um ativo. A volatilidade ocorre quando não há informação pública definitiva ou igual para que os agentes possam fazer uma análise uniforme, e os agentes divergem na sua análise e estratégia em relação ao ativo e à confirmação dos fluxos subjacentes. Esta situação foi descrita por Minsky como um dos fatores que definem a economia atual²⁵³.]

As crises financeiras ocorrem quando a criação excessiva de crédito fornece informações erradas à formação de preços pelo excesso de disponibilidade de meios de pagamento, e os fluxos de caixa subjacentes aos ativos não são confirmados. Por outras

²⁵¹ “A golfer eventually learns to have immense respect for the golf ball, which unfailingly detects and registers every significant detail of the way in which it is hit. An indecisive thought or attention to a hovering wasp is clearly registered in the ball's course of flight, if any. Similarly, the prices that are asked and offered for any commodity are, if not quite so infallible, still remarkably effective messages on demands and production. Every consumer, economists like to say, votes for the goods and services he or she wishes, and the vote is simply an offer to buy, at a price.”. Idem, ibidem, Pág. 12.

²⁵² “So a society, even the poorest or most primitive of societies, could make many different things than it does. Correspondingly, consumers . could buy many different things than they actually purchase, even putting aside the discovery of new products. Prices are the primary incentives to accommodate production to desires and desires to production possibilities. People who obey price instructions, and especially those who guess well what future prices will be, prosper in business and live economically and yet well at home.”. Idem, ibidem, Pág. 15.

²⁵³ “Hyman Minsky forged a different and important connection with Keynes. He emphasized the volatility of investments, pointing out that the underlying uncertainty of the cash flow from investments has powerful repercussions on the balance sheets of business. It was an important insight that deserved much greater attention. (...) Hyman Minsky's insights help us understand the key financial developments of recent decades. Few understood as well as Minsky the selfreinforcing dynamic of speculative corporate finance, decreasing debt quality, and economic volatility that has come to characterize our times. He called corporate borrowing for the purpose of repaying debt “speculative finance,” which in turn drives up investment and asset prices. He explained how the bullish rise in employment, investment, and profits tends to confirm, in the minds of business leaders and bankers, the soundness of an approach that ultimately fosters volatility and unacceptable risk. In a colorful phrase that could be the watchword for the Age of Enron, Minsky cautioned against “balance-sheet adventuring.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. vii e viii.

palavras, quando a ação dos intermediários financeiros cria informações e incentivos errados para responder às questões fundamentais do sistema económico²⁵⁴.

Por conseguinte, o próximo passo é compreender como se forma a crise financeira; e, em seguida, as ferramentas que os governos possuem para geri-la.

3.2.1 A formação das crises financeiras

A análise económica sempre se fundamentou na ideia de ciclos económicos (*business cycles*)²⁵⁵. As mudanças nos ciclos, nesta análise, seriam explicadas por alterações nas condições económicas; onde os agentes, perante as novas condições, modificam o seu comportamento e se adaptam a essas novas circunstâncias. Esses movimentos agregados e descoordenados levam ao estabelecimento de diferentes ciclos. As explicações sobre o porquê desses movimentos agregados ocorrerem são diversificadas. Num quadro de equilíbrio geral, quando alguns dos fatores económicos se alteram, criam uma modificação correspondente noutros fatores económicos que lhe estão correlacionados. Estas alterações criam um desequilíbrio, em primeiro lugar, que requer um ajuste correspondente, em segundo. Tal ajustamento acabará num novo equilíbrio (e num novo ciclo). O que se irá descrever em seguida é o caminho histórico pelo qual a doutrina económica trouxe as atividades de intermediação financeira para o centro da formação das crises (económicas e financeiras).

²⁵⁴ “In this view, money is created in the process of financing investment and positions in capital assets. An increase in the quantity of money first finances either an increase in the demand for investment output or an increase in the demand for items in the stock of capital or financial assets. As money is created, borrowers from banks enter upon commitments to repay money to the lending banks. In its origins in the banking process, money is part of a network of cash-flow commitments, a network that for the business side of the economy ultimately rests upon the gross profits, appropriately defined, that firms earn. In an economy in which government is small, which was true in 1931 when Keynes wrote the above, the money supply increases when bankers and their business customers are willing increase current indebtedness. This will occur only because they both believe that future business revenues will finance the payments due on debts. On the other hand, the money supply decreases as bank loans are reduced. A net decrease occurs when a significant portion of bankers and of (potential) borrowing businesses believe that future profits would not validate the commitments that would be embodied in new debts. Banks fail because cash due to them on their assets is not forthcoming, because assets they offer to sell to yield cash have fallen in price, or because they cannot place (sell) their liabilities. Bankers' expectations about the ability of business to validate debt reflect their experience with existing loans as well as their expectations of how the economy will behave.”. Idem, ibidem. Pág. 131

²⁵⁵ “Historians view each event as unique. In contrast economists search for the patterns in the data, and the systematic relationships between an event and its antecedents. History is particular; economics is general. The business cycle is a standard feature of market economics; increases in investment spending lead to increases in household incomes and in GDP growth rates. Macroeconomics focuses on the explanations for the cyclical variations in the rates of growth of GDP around the long-run trend rates and why these trend rates are higher in some countries than in others.”. KINDLEBERGER, CHARLES P.; ALIBER, ROBERT Z. (2015) Pág. 38. 7

3.2.1.1 A destruição criativa de Schumpeter

A teoria dos ciclos de Schumpeter é principalmente uma teoria da microeconomia do desenvolvimento económico. Para o autor o desenvolvimento económico é apenas a transformação periódica e radical da combinação dos fatores de produção²⁵⁶. Estas transformações na produtividade são conseguidas por um agente económico especial, o empreendedor, que possui qualidades de liderança para transformar os modos de produção²⁵⁷.

Os ciclos económicos são, portanto, explicados pelo papel do empreendedor na economia. Dessa forma, num momento inicial, a economia está numa fase circular sem crescimento. O empreendedor vem com uma visão crescente da produtividade, e esta nova forma de produzir (desenvolvimento económico) cria uma expansão na economia²⁵⁸. Depois de

²⁵⁶ “Our problem is as follows. The theory of the first chapter describes economic life from the standpoint of a “circular flow”, running on in channels essentially the same year after year – similar to the circulation of blood in an animal organism. Now this circular flow and its channels do alter in time, and here we abandon the analogy with the circulation of the blood. For although the latter also changes in the course of the growth and decline of the organism, yet it only does so continuously, that is by steps which one can choose smaller than any assignable quantity, however small, and always within the same framework. Economic life experiences such changes too, but it also experiences other which do not appear continuously and which change the framework, the traditional course itself. They cannot be understood by means of any analysis of the circular flow, although their explanation is obviously among the tasks of pure theory. (...) These tools only fail – and here this argument joins the preceding – where economic life itself changes its own data by fits and starts. The building of a railway services as an example. Continuous changes, which may in time, by continual adaptation through innumerable small steps, make a great department store out of a small retail business, come under the “static” analysis. But “static” analysis is not only unable to predict the consequences of discontinuous changes in the traditional way of doing things; it can neither explain the occurrence of such productive revolutions nor the phenomena which accompany them. (...) It is just this occurrence of the “revolutionary” change that is the problem, the problem of economic development in a very narrow and formal sense. (...) By “development”, therefore, we shall understand only such changes in economic life as are not forced upon it from without but arise by its own initiative, from within.”. SCHUMPETER, JOSEPH A. (2021), Pág. 52 e 53.

²⁵⁷ “Yet the personality of the capitalist entrepreneur need not, and generally does not, answer to the idea of most of us have of what a “leader” looks like, so much so that there is some difficulty in realizing that he comes within the sociological category of leader at all. He “leads” the means of productions into new channels. But this he does, not by convincing people of the desirability of carrying out his plan or by creating confidence in his leading in the manner of a political leader – the only man he has to convince or to impress is the banker who is to finance him – but by buying them or their services, and then using them as he sees fit. He also leads in the sense that he draws other producers in his branch after him. But as they are his competitors, who first reduce and then annihilate his profit, this is, as it were, leadership against one’s own will. Finally he renders a service, the full appreciation of which takes a specialist’s knowledge of the case.”. Idem, ibidem, Pág. 72.

²⁵⁸ “This concept covers the following cases: (1) The introduction of a new good – that is the one with which consumers are not yet familiar – or of a new quality of a good. (2) The introduction of a new method of production, that is not yet tested by experience in the branch of manufacture concerned, which need by no means be founded upon a discovery scientifically new, and can also exist in a new way of handling a commodity commercially. (3) The opening of a new market, that is a market into which the particular branch of manufacture of the country in question has not previously entered, whether or not this market has existed before. (4) The conquest of a new source of supply of raw materials or half-manufactures goods, again irrespective of whether this source already exists or whether it has first to be created. (5) The carrying out of the new organization of any industry, like the creation of a monopoly position (for example through trustification) or the breaking up of a monopoly position.”. Idem, ibidem. Pág. 55.

o empreendedor apresentar a sua invenção de produção, outros empreendedores entrarão em concurso copiando a forma de produção do empreendedor. Este movimento é a causa pela qual, a partir do *boom*, a economia entra numa nova fase circular. Só será interrompido por um novo desenvolvimento económico, promovido por um novo empreendedor²⁵⁹.

Neste quadro, o capital tem um papel específico: uma função instrumental que permite ao empreendedor criar desenvolvimento económico²⁶⁰. As condições de crédito e da moeda, neste sistema, são meramente acessórias.

3.2.1.2 A *Quantity Theory* e a *Debt Deflation Theory*

Também para a *Quantity Theory* os ciclos mencionados estão principalmente relacionados com aspetos da economia real²⁶¹, e menos relacionados com os aspetos financeiros da economia. Como referido anteriormente, a moeda é neutra e apenas uma unidade de conta.

A explicação para os efeitos da queda do nível de preços na fase recessiva do ciclo é explicada pela *Debt Deflation Theory*. O que leva ao acentuar do ciclo é o aumento do valor

²⁵⁹ “Why do entrepreneurs appear, not continuously, that is singly in every appropriately chosen interval, but in clusters? Exclusively because the appearance of one or a few entrepreneurs facilitates the appearance of others, and these the appearance of more, in ever-increasing numbers. This means, first, that for the reasons explained in Chapter II the carrying out of new combinations is difficult and only accessible to people with certain qualities, as is best seen by visualizing an example from earlier times or the economic situation in the stage that most reassembles an economy without development, viz. the stage of advanced stagnation. Only a few people have these qualities of leadership and only a few in such a situation, that is a situation which is not itself already a boom, can succeed in this direction. However, if one or a few have advanced with success many of the difficulties disappear. Others can then follow these pioneers, as they will clearly do under the stimulus of the success now attainable. Their success again makes it easier, through the increasingly complete removal of the obstacles analyzed in the second chapter, form more people to follow suit, until finally the innovation becomes familiar and the acceptance of it a matter of free choice. (...) The swarm-like appearance of entrepreneurs, which is the only cause of the boom, has a qualitatively different effect upon the economic system from that of a continuous appearance evenly distributed in time, in so far as it does not, like the latter, mean a continuous, and even imperceptible, disturbance of a different order of magnitude. While the disturbances caused by a continuous appearance of entrepreneurs could be continuously absorbed, the swarm-like appearance necessitates a special and distinguishable process of absorption, of incorporating the new things, and of adapting the economic system to them, a process of liquidation or, as I used to say, an approach to a new static state (*Statisierung*). This process is the essence of periodic depression, which may therefore be defined from our standpoint as the economic system’s struggling towards a new equilibrium position, its adaptation to the data as altered by the disturbance of the boom.”. Idem, *ibidem*, Pág. 201 a 203.

²⁶⁰ “Capital is nothing but the lever by which the entrepreneur subjects to his control the concrete goods which he needs, nothing but a means of diverting the factors of production to new uses, or of dictating a new direction to production. This is the only function of capital, and by it the place of capital in the economic organism is completely characterized.”. Idem, *ibidem*, Pág. 116.

²⁶¹ “The economic system contains innumerable variables—quantities of “goods (physical wealth, property rights, and services), the prices of these goods, and their values (the quantities multiplied by the prices). Changes in any or all of this vast array of variables may be due to many causes. Only in imagination can all of these variables remain constant and be kept in equilibrium by the balanced forces of human desires, as manifested through “supply and demand.”. FISHER, IRVING (1933), Pág. 337.

real das dívidas em relação ao nível de preços. Para esta teoria, esse problema seria resolvido pelo mero ajuste da base monetária, de forma que se evitasse essa valorização²⁶². Resolvida a questão monetária, e restabelecida a neutralidade da moeda, o foco deveria estar, assim, nos problemas da economia real (vistos como a fonte real dos problemas)²⁶³.

Em ambas as análises, os ciclos económicos seriam autoajustáveis, pela ação dos agentes e pela manutenção da quantidade da moeda pelo banco central.

3.2.1.3 Keynes e o papel das finanças na formação dos ciclos

Keynes não contesta a existência de ciclos económicos, mas afirma que a principal razão para a sua ocorrência são os fluxos negativos no investimento²⁶⁴. Ele também afirma que

²⁶² “37. Unless some counteracting cause comes along to prevent the fall in the price level, such a depression as that of 1929-33 (namely when the more the debtors pay the more they owe) tends to continue, going deeper, in a vicious spiral, for many years. There is then no tendency of the boat to stop tipping until it has capsized. Ultimately, of course, but only after almost universal bankruptcy, the indebtedness must cease to grow greater and begin to grow less. Then comes recovery and a tendency for a new boom-depression sequence. This is the so-called "natural" way out of a depression, via needless and cruel bankruptcy, unemployment, and starvation. 38. On the other hand, if the foregoing analysis is correct, it is always economically possible to stop or prevent such a depression simply by reflating the price level up to the average level at which outstanding debts were contracted by existing debtors and assumed by existing creditors, and then maintaining that level unchanged. That the price level is controllable is not only claimed by monetary theorists but has recently been evidenced by two great events: (1) Sweden has now for nearly two years maintained a stable price level, practically always within 2 per cent of the chosen par and usually within 1 per cent. Note Chart IV. (2) The fact that immediate reversal of deflation is easily achieved by the use, or even the prospect of use, of appropriate instrumentalities has just been demonstrated by President Roosevelt. Note Charts VII and VIII.”. Idem, *ibidem*, Pág. 346.

²⁶³ “42. If the debt-deflation theory of great depressions is essentially correct, the question of controlling the price level assumes a new importance; and those in the drivers' seats—the Federal Reserve Board and the Secretary of the Treasury, or, let us hope, a special stabilization commission—will in future be held to a new accountability. 43. Price level control, or dollar control, would not be a panacea. Even with an ideally stable dollar, we would still be exposed to the debt disease, to the technological-unemployment disease, to over-production, price-dislocation, over-confidence, and many other minor diseases. To find the proper therapy for these diseases will keep economists busy long after we have exterminated the dollar disease.”. Idem, *ibidem*, Pág. 347 e 348.

²⁶⁴ “By a cyclical movement we mean that as the system progresses in, e.g. the upward direction, the forces propelling it upwards at first gather force and have a cumulative effect on one another but gradually lose their strength until at a certain point they tend to be replaced by forces operating in the opposite direction; which in turn gather force for a time and accentuate one another, until they too, having reached their maximum development, wane and give place to their opposite. We do not, however, merely mean by a cyclical movement that upward and downward tendencies, once started, do not persist for ever in the same direction but are ultimately reversed. We mean also that there is some recognisable degree of regularity in the time-sequence and duration of the upward and downward movements. There is, however, another characteristic of what we call the trade cycle which our explanation must cover if it is to be adequate; namely, the phenomenon of the crisis—the fact that the substitution of a downward for an upward tendency often takes place suddenly and violently, whereas there is, as a rule, no such sharp turning-point when an upward is substituted for a downward tendency. Any fluctuation in investment not offset by a corresponding change in the propensity to consume will, of course, result in a fluctuation in employment. Since, therefore, the volume of investment is subject to highly complex influences, it is highly improbable that all fluctuations either in investment itself or in the marginal efficiency of capital will be of a cyclical character. One special case, in particular, namely, that which is associated with agricultural fluctuations,

este investimento diminuído decorre das baixas expectativas de longo prazo dos agentes²⁶⁵. Keynes apresenta uma nova teoria da liquidez, que inclui uma visão disruptiva da moeda (para Keynes, expressa como o ouro e a moeda soberana enquanto expressão de conversão para o ouro): a sua função como uma ferramenta de armazenamento de valor combinada com a preferência de liquidez. Para Keynes, o movimento de depressão acontece porque, em circunstâncias incertas sobre o longo prazo, os agentes preferem ter mais ativos líquidos como uma reserva de valor. Correm para os ativos líquidos, e diminuem a quantidade de crédito (a quase-moeda) na economia, acentuando a fase recessiva do ciclo.

Consequentemente, para Keynes, o procedimento correto para enfrentar uma depressão económica é implementar políticas para melhorar o emprego e o consumo²⁶⁶. Ao garantir a procura, o investimento para assegurar a oferta deve ter as condições suficientes para se materializar, e o crescimento económico pode prosseguir²⁶⁷ ou, pelo menos, podem suavizar-

will be separately considered in a later section of this chapter. I suggest, however, that there are certain definite reasons why, in the case of a typical industrial trade cycle in the nineteenth-century environment, fluctuations in the marginal efficiency of capital should have had cyclical characteristics. These reasons are by no means unfamiliar either in themselves or as explanations of the trade cycle. My only purpose here is to link them up with the preceding theory.”. KEYNES, JOHN MAYNARD (2017), Pág. 271 e 272.

²⁶⁵ “The state of long-term expectation, upon which our decisions are based, does not solely depend, therefore, on the most probable forecast we can make. It also depends on the confidence with which we make this forecast—on how highly we rate the likelihood of our best forecast turning out quite wrong. If we expect large changes but are very uncertain as to what precise form these changes will take, then our confidence will be weak. The state of confidence, as they term it, is a matter to which practical men always pay the closest and most anxious attention. But economists have not analysed it carefully and have been content, as a rule, to discuss it in general terms. In particular it has not been made clear that its relevance to economic problems comes in through its important influence on the schedule of the marginal efficiency of capital. There are not two separate factors affecting the rate of investment, namely, the schedule of the marginal efficiency of capital and the state of confidence. The state of confidence is relevant because it is one of the major factors determining the former, which is the same thing as the investment demand-schedule. There is, however, not much to be said about the state of confidence a priori. Our conclusions must mainly depend upon the actual observation of markets and business psychology. This is the reason why the ensuing digression is on a different level of abstraction from most of this book. For convenience of exposition we shall assume in the following discussion of the state of confidence that there are no changes in the rate of interest; and we shall write, throughout the following sections, as if changes in the values of investments were solely due to changes in the expectation of their prospective yields and not at all to changes in the rate of interest at which these prospective yields are capitalised. The effect of changes in the rate of interest is, however, easily superimposed on the effect of changes in the state of confidence.”. Idem, ibidem, Pág. 128.

²⁶⁶ “Another school of thought finds the solution of the trade cycle, not in increasing either consumption or investment, but in diminishing the supply of labour seeking employment; i.e. by redistributing the existing volume of employment without increasing employment or output. This seems to me to be a premature policy—much more clearly so than the plan of increasing consumption. A point comes where every individual weighs the advantages of increased leisure against increased income. But at present the evidence is, I think, strong that the great majority of individuals would prefer increased income to increased leisure; and I see no sufficient reason for compelling those who would prefer more income to enjoy more leisure.”. Idem, ibidem. Pág. 282.

²⁶⁷ “Thus the remedy for the boom is not a higher rate of interest but a lower rate of interest[5]! For that may enable the so-called boom to last. The right remedy for the trade cycle is not to be found in abolishing booms and thus keeping us permanently in a semi-slump; but in abolishing slumps and thus keeping us permanently in a quasi-boom. The boom which is destined to end in a slump is caused, therefore, by the combination of a rate of

se as correções do ciclo. Havendo perspectivas de que a economia real possa crescer, os agentes fornecem os seus recursos disponíveis (por outras palavras, liquidez, na forma de meios de pagamento).

Assim, rejeita-se a ideia de que o capital e as finanças sejam meramente instrumentais nos ciclos. Também, e ao contrário do proposto pela *Quantity Theory*, rejeita-se a ideia de que o crédito e a moeda sejam neutros. Pelo contrário, têm um papel fundamental no desenvolvimento económico e na formação das crises.

A teoria de Keynes representou uma revolução²⁶⁸ sobre como ver e entender o processo económico²⁶⁹. Keynes representou uma nova visão sobre os ciclos económicos, que não só é explicada pelas flutuações na economia real; mas que proporciona um papel à moeda e às condições de financiamento da atividade económica²⁷⁰.

interest, which in a correct state of expectation would be too high for full employment, with a misguided state of expectation which, so long as it lasts, prevents this rate of interest from being in fact deterrent. A boom is a situation in which over-optimism triumphs over a rate of interest which, in a cooler light, would be seen to be excessive.”. Idem, ibidem, Pág. 278.

²⁶⁸ “What Schumpeter could not accept was the notion implicit in Keynes, that equilibrium could prevail without all markets clearing. Young people like me took this for granted: this was the usefulness of the Keynesian model that it let us understand the world as if, because of not-very-fully-described rigidities, its equilibria involved changing degrees of unemployment and supply-demand discrepancies. The modern preoccupation with giving macroeconomics more articulated microeconomic foundations is in accord with Schumpeter's reservations about Keynes. But it is a shame that Schumpeter had to forego using the new useful paradigm just because he could not reconcile it with older paradigms and with an understood firm foundation.”. SAMUELSON, PAUL A. (1983), Pág. 177 e 178.

²⁶⁹ “A primary consequence of the Keynesian Revolution was the redirection of research effort away from this question onto the apparently simpler question of the determination of output at a point in time, taking history as given. A secondary consequence of this Revolution, due more to Tinbergen than to Keynes, was a rapid increase in the level of precision and explicitness with which aggregate economic theories were formulated. As a result, Keynesian macroeconomics has benefited from several decades of methodological improvement whereas, from this technical point of view, the efforts of the business cycle theorists appear hopelessly outdated. Yet from another point of view, they seem quite modern. The observation that macroeconomics is in need of a microeconomic foundation has become commonplace, and though there is much confusion about the nature of this need and about what it would mean to satisfy it, it is likely that many modern economists would have no difficulty accepting Hayek's statement of the problem as roughly equivalent to their own. Whether or not this is so, I wish in this essay to argue that it should be so, or that the most rapid progress toward a coherent and useful aggregate economic theory will result from the acceptance of the problem statement as advanced by the business cycle theorists, and not from further attempts to refine the jerry-built structures to which Keynesian macroeconomics has led us.”. LUCAS JR., ROBERT E. (1976), Pág. 7 e 8.

²⁷⁰ “It is ironic that an economic theory that purports to be based on Keynes fails because it cannot explain instability. The essential aspect of Keynes's General Theory is a deep analysis of how financial forces—which we can characterize as Wall Street—interact with production and consumption to determine output, employment, and prices. One proposition that emerges from Keynes's theory is that, from time to time, a capitalist economy will be characterized by persistent unemployment. The neoclassical synthesis accepts this result, even though a deeper consequence of the theory, which is that a capitalist economy with sophisticated financial practices (i.e., the type of economy we live in) is inherently unstable, is ignored. Keynes's analysis that leads to this deeper result provides the foundation for an alternative economic theory that leads us to an understanding of instability.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 111.

3.2.1.4 Minsky e a intermediação financeira como causa das crises

Das propostas de Keynes, surgiu uma nova análise neoclássica. As doutrinas económicas desenvolvidas a partir daí defendem que os ciclos económicos podem ser geridos pelas ferramentas macroeconómicas. As instabilidades do ciclo poderiam ser eliminadas. Minsky, no entanto, contesta esta possibilidade. Para este autor, apenas uma compreensão completa das razões da instabilidade crónica podem prescrever uma política económica adequada para o controlo do ciclo económico²⁷¹.

A teoria da instabilidade financeira de Minsky é herdeira direta da visão de Keynes²⁷². Este autor acredita que a economia não é explicada de forma coerente por modelos matemáticos abstratos, e a análise económica deve incluir os aspetos reais da produção e das finanças. Essas condições são os principais fatores que tornam tanto *booms* como *busts* possíveis²⁷³. Para Minsky, a economia capitalista tem uma estrutura de fragilidade inerente que leva à

²⁷¹ “Essentially, the neoclassical synthesis says that fiscal and monetary policy measures can eliminate persistent unemployment and that there are self-correcting forces within decentralized markets that set the economy at full employment. The neoclassical synthesis, however, speaks with a forked tongue: on the one hand, interventionist policy can eliminate persistent unemployment or chronic inflation, and on the other, if nothing is done, in time and of its own workings, the economy will sustain stable prices and full employment. This neoclassical synthesis will no longer serve. It cannot explain the business cycles with regular incipient crises that we are now experiencing as a result of the internal operation of the economy. Unless we understand what it is that leads to economic and financial instability, we cannot prescribe-make policy-to modify or eliminate it. Identifying a phenomenon is not enough; we need a theory that makes instability a normal result in our economy and gives us handles to control it.”. Idem, ibidem, Pág. 111.

²⁷² “Keynes's theory of a capitalist economy integrates the operations of Wall Street into the determination of what happens in the economy. One of the peculiarities of the neoclassical theory that preceded Keynes and the neoclassical synthesis that now dominates economic theory is that neither allows the activities that take place on Wall Street to have any significant impact upon the coordination or lack of coordination of the economy. Keynes redefined the problem: economic theory had to explain why our economy is so given to fluctuations rather than being content with abstract arguments that a decentralized market system can yield coherence. Keynes's explanation of the performance of a capitalist economy emphasized investment, the way in which investment is financed, and the effects of financial commitments.”. Idem, ibidem, Pág. 132 e 133.

²⁷³ “Unfortunately, the economic theory that is taught in colleges and graduate schools-the equipment of students and practitioners of economics over the past thirty years and the intellectual basis of economic policy in capitalist democracies-is seriously flawed. The conclusions based on the models derived from standard theoretical economics cannot be applied to the formulation of policy for our type of economy. Established economic theory, especially the highly mathematical theory largely developed after World War II, can demonstrate that an abstractly defined exchange mechanism will lead to a coherent, if not an optimum, result. However, this mathematical result is proven for models that abstract from corporate boardrooms and Wall Street. The model does not deal with time, money, uncertainty, financing of ownership of capital assets, and investment. If, on the other hand, the factors from which theory abstracts are important and relevant, if financial relations and organizations significantly influence the course of events, then the established economic theory does not furnish an underpinning for the proposition that coherence results from the type of decentralized market economies that exist. In fact, the Wall Streets of the world are important; they generate destabilizing forces, and from time to time the financial processes of our economy lead to serious threats of financial and economic instability, that is, the behavior of the economy becomes incoherent.”. Idem, ibidem, Pág. 4.

incoerência²⁷⁴, e a instabilidade económica não é um evento de origem externa. Ao contrário, é um evento que ocorre dentro da economia²⁷⁵. E, de certa forma, é o resultado esperado numa economia descentralizada (como é o caso dos modelos de economia de mercado ocidentais).

Seguindo o foco de Keynes nos salários e consumos, Minsky faz uma análise acerca do papel desempenhado pela confirmação dos fluxos de receitas dos ativos. A complexidade das economias capitalistas permite que uma variedade diferente de esquemas e veículos sejam utilizados para exercer o controlo da riqueza. A dívida é uma dessas ferramentas usadas para controlar ativos, e a economia pode ser vista como um complexo de transações monetárias. Estas operações representam compromissos diferentes para a realização de pagamentos, que só são confirmados quando a moeda resultante desses fluxos de receitas originados nos rendimentos se materializa²⁷⁶. Como no mundo de Keynes, os bancos e a intermediação financeira desempenham um papel fundamental no mundo de Minsky. Esses intermediários são organizações que procuram lucros, e que realizam serviços de pagamento e financiamento em troca de uma remuneração. Por outras palavras, estão no centro da atividade económica, fazendo com que o complexo mundo de fluxos de caixa exista²⁷⁷ e fornecendo explicações para

²⁷⁴ “The major flaw of our type of economy is that it is unstable. This instability is not due to external shocks or to the incompetence or ignorance of policy makers. Instability is due to the internal processes of our type of economy. The dynamics of a capitalist economy which has complex, sophisticated, and evolving financial structures leads to the development of conditions conducive to incoherence-to runaway inflations or deep depressions. But incoherence need not be fully realized because institutions and policy can contain the thrust to instability. We can, so to speak, stabilize instability.”. Idem, *ibidem*, Pág. 11.

²⁷⁵ “The view that instability is the result of the internal processes of a capitalist economy stands in sharp contrast to neoclassical theory, whether Keynesian or monetarist, which holds that instability is due to events that are outside the workings of the economy. The neoclassical synthesis and the Keynes theories are different because the focus of the neoclassical synthesis is on how a decentralized market economy achieves coherence and coordination in production and distribution, whereas the focus of the Keynes theory is upon the capital development of an economy. The neoclassical synthesis emphasizes equilibrium and equilibrating tendencies, whereas Keynes's theory revolves around bankers and businessmen making deals on Wall Street. The neoclassical synthesis ignores the capitalist nature of the economy, a fact that the Keynes theory is always aware of.”. Idem, *ibidem*, . Pág. 114.

²⁷⁶ “As debts are used to finance control over capital assets, one view of our economy is of a complex system of money in/money out transactions. Every financial instrument-be it short-term note, bond, deposit, insurance policy, or share of stock-is a3 commitment to pay cash at some time, or if some event occurs. The time may be precise (specified in the contract) or open (on demand or conditional upon events). Deposits at banks and savings institutions (where payment will be at the demand or order of the depositor) and contingent-payment contracts (such as pension or life insurance agreements) are open contracts. Common or equity shares are peculiar contingent commitments: the firm must make profits and declare dividends for the owner of equity to receive cash. Cash is needed to fulfill these commitments. The cash can be obtained from funds on hand (which only moves the problem back one step), from payments for contributions to the production of income (wages and profits), from the moneys generated by owned financial contracts, from the sale of physical or financial assets, or from borrowing.”. Idem, *ibidem*, Pág. 78.

²⁷⁷ “Banks are profit-seeking organizations that strive to make the largest profit consistent with the risks they wish or are allowed to bear. Bankers make money by selling their services in making payments over distance and time, by arranging financing, and by making on the carryon a fund they manage; making on the carry requires that the interest rate on assets be greater than the interest rate on liabilities. Profits made by bankers increase as

justificar os fenómenos do desemprego e da inflação (algo que as demais teorias não são capazes de fazer)²⁷⁸.

A moeda é, nesta análise, mais um ativo sujeito às regras de oferta e da procura. As condições de oferta e procura, por sua vez, manifestam-se na taxa de juros, poupança e investimento²⁷⁹. Sendo a taxa de juros apenas mais um preço na economia, está sujeito à especulação e a ter um comportamento flutuante. Do ponto de vista de Minsky, o capitalismo tem uma instabilidade inerente à necessidade de conseguir fluxos de caixa suficientes para satisfazer as responsabilidades. Para esta teoria, a acumulação e produtividade técnica não são os aspetos mais relevantes da economia. Pelo contrário, a necessidade de confirmação dos fluxos de caixa, seja pelos lucros privados ou pela sustentação dos lucros pelo Estado, é o aspeto fundamental da organização económica²⁸⁰.

bankers discover ways of increasing the return on their assets or decreasing the cost of their liabilities. To do this, banks innovate by introducing new ways of financing business and raising funds: new instruments, new types of contracts, and new institutions regularly emerge in a financial system made up of profit-seeking units.”. Idem, ibidem, Pág. 81.

²⁷⁸ “*In the neoclassical synthesis, capital accumulation and the rate of growth of the labor force determine the rate of growth of output. The savings ratio yields the proportion of income that is accumulated. The neoclassical theory treats household savings propensities as the tune-caller, determining investment and, in turn, investment is the determinant of growth. The theory has no room whatsoever for institutions that finance investment and, in so doing, force saving. Neoclassical theorists do short-run analysis-where inflation and unemployment exist-on the basis of a theory that does not allow for inflation or unemployment except as the result of outside forces. The monetarists identify an outside force-inept changes in the money supply as the cause of unemployment and inflation. Neoclassical Keynesians do not have a consistent explanation of how unemployment and inflation are brought about. Their short-run theory is a muddle: they believe that the economy will not sustain full employment, but they do not identify the mechanisms that lead to unemployment and inflation.*”. Idem, ibidem, Pág. 115.

²⁷⁹ “*Supply and demand analysis is also used to derive savings, investment, and interest rates. The supply curve of savings reflects an assumption that consumption will be forgone only if there is a promise that future consumption will be larger. The increment to future consumption is discounted back to today at a discount rate, which makes that which is forgone now equal to that which is attained in the future. The preference system is assumed to be such that increasing doses of future consumption are needed to compensate for incremental sacrifices of current consumption. In this way the savings out of current income are a rising function of the interest rate. Investment is much like savings in that it involves a present sacrifice for a future benefit. Investors exchange the present costs of the investment output for a future income that will accrue as the investment output is used as a capital asset in production. If the present cost and future incomes are known, a discount of interest rate can be calculated for each investment project. The amount of savings-investment that takes place and the interest rate are determined by assuming that savings are a function of the interest rate, that investment is a function of the interest rate, and that the interest rate varies so that saving equals investment. Savings, investment, and interest rate determination are thus no different from that of any other price.*”. Idem, ibidem, Pág. 123.

²⁸⁰ “*Once the conditions that prices must satisfy include the generation of cash flows from operations that (1) validate liability structures, (2) induce desires to invest, and (3) draw forth financing for investment, the equilibrium and equilibrating story of neoclassical theory is not relevant. Furthermore, the greater the cash flows needed to validate inherited debt and capital-asset structures, the less valid the claim that market capitalism is efficient. In a world of large-scale, capital-intensive production, a major function of the pricing mechanism is to generate realized and expected gross profits large enough to keep investment on track. Investment or its equivalent in government deficits is necessary to sustain profits so that the inherited debt structure and historical capital-asset prices are validated. As such, any possible impact of accumulation or the technical productivity of capital assets is of secondary importance.*”. Idem, ibidem, Pág. 189.

Por conseguinte, a teoria argumenta que o financiamento de ativos se baseia na certeza dos fluxos subjacentes e nos riscos inerentes a essa certeza, tanto para os mutuantes como para os mutuários. Os preços dos ativos são calculados a partir dos fluxos de caixa esperados que esses ativos produzam. Nessa perspectiva, os agentes podem ter três posições diferentes com base nas suas expectativas em relação à confirmação dos fluxos: estável (*hedge finance*), especulativa (*speculative finance*) e "Ponzi" (*Ponzi finance*)²⁸¹.

No financiamento estável, existe a percepção de que os fluxos de caixa esperados do ativo serão suficientes para satisfazer os compromissos financeiros: no presente e no futuro²⁸². O financiamento especulativo ocorre quando o fluxo de caixa esperado é inferior aos compromissos de pagamento. Espera-se que este déficit venha a ser evidente em qualquer período futuro (especialmente nos pagamentos de amortização do principal)²⁸³. Por último, nas finanças *Ponzi*, existe também a expectativa de que os fluxos de caixa não sejam suficientes para cumprir os compromissos periódicos. A diferença para as finanças especulativas é que, neste caso, os custos financeiros são maiores do que os rendimentos²⁸⁴. Embora o financiamento estável dependa apenas dos fluxos dos ativos, os financiamentos especulativos e *Ponzi* são vulneráveis às condições do mercado financeiro. Os compromissos especulativos e *Ponzi* só

²⁸¹ "There are three types of financing of positions in assets that can be identified in the financial structure of our system: hedge, speculative, and Ponzi finance. These financing regimes are characterized by different relations between cash payment commitments on debts and expected cash receipts due to the quasi-rents earned by capital assets or the debtor contractual commitments on owned financial instruments.". Idem, ibidem, Pág. 230.

²⁸² "Hedge-financing units and their bankers (those who arrange financing even though they may not own the instruments used) expect the cash flow from operating capital assets (or from owning financial contracts) to be more than sufficient to meet contractual payment commitments now and in the future. Consequently, a hedge-financing unit cannot have a large volume of demand debt. Contingent debts, unless the contingency follows some well-known actuarial rules-as is true for insurance-also cannot be a large part of the liabilities of a hedge unit. A commercial bank cannot be a hedge-financing unit.". Idem, ibidem, Pág. 230.

²⁸³ "Speculative-financing units, and their bankers, expect the cash flows to the unit from operating assets (or from owning financial contracts) to be less than the cash payment commitments in some, typically near-term, periods. However, if cash receipts and payments are separated into income and a return of principal components (as, for example, monthly payments on a fully amortized home mortgage are separated), then the expected income receipts exceed the income (interest) payments on existing commitments in every period. Cash-flow deficiencies arise because there are commitments to pay cash on the account of principal that are greater than the receipts on principal account during these periods. Speculative financing involves the rolling over of maturing debt.". Idem, ibidem, Pág. 230.

²⁸⁴ "A Ponzi-financing unit is similar to a speculative financing unit in that, for some near-term periods, the cash payment commitments exceed the expected cash receipts on account of owned assets. However, for at least some near-term periods, the cash payment commitments on income account exceed the expected cash payment receipts on income account. Whereas the shortperiod cash flows for speculative units are such that financing costs do not increase outstanding debt, for Ponzi finance units financing costs are greater than income, so that the face amount of outstanding debt increases: Ponzi units capitalize interest into their liability structure.". Idem, ibidem, Pág. 231.

podem ser cumpridos se os devedores refinanciarem os seus compromissos, adquirindo nova dívida, ou se ativos dispensáveis forem vendidos pelos devedores.

Uma economia estável e resiliente baseia-se em estruturas financeiras de *hedge*. No entanto, a estrutura das taxas de juro (taxas de juro baixas a curto prazo e taxas mais elevadas a longo prazo) traz oportunidades de lucro na especulação. Esta mudança progressiva faz com que a economia passe naturalmente de uma estrutura predominantemente de *hedge*, para uma estrutura mais especulativa. À medida que a economia evolui para fragilidade, os preços dos ativos são vistos como corretos até que a fragilidade cresça e os fluxos de caixa sejam vistos como insuficientes.²⁸⁵ É assim que as finanças e as taxas de juro influenciam os preços e estabelecem as condições básicas para uma crise financeira.

Como estudado no capítulo 2, os intermediários financeiros têm um incentivo para continuarem a criar liquidez (no sentido de fluidez). Esse incentivo cessa quando uma crise (económica ou financeira) ocorre e os agentes cessam de criar produtos de crédito e/ou decidem conservar o capital acumulado. Tal como explicado por Keynes e Minsky, esta parece ser a principal explicação para a crise financeira e económica. O modelo de *shadow banking* deve ser entendido neste fluxo, como uma ferramenta de inovação financeira que acaba por contribuir para a criação de instabilidade na economia. Uma oportunidade de especulação, como descrita por Minsky. Os intermediários financeiros, ao desenvolverem a sua atividade (com os incentivos descritos no capítulo 2), acabam por influenciar os preços, as condições económicas e determinar os ciclos.

Como se pôde ver no capítulo 1, como resposta à Grande Depressão os Estados adquiriram um grande papel na gestão e relançamento do ciclo económico. Os Estados ajudam a evitar crises financeiras, dando suporte para confirmar os lucros privados (confirmar os fluxos de caixa dos ativos). Para Minsky esta é uma característica importante que evita a ocorrência periódica de deflação da dívida e depressões profundas²⁸⁶.

²⁸⁵ “We need to explain how fragility emerges and how robust situations are reconstituted. In a system dominated by hedge finance, the pattern of interest rates (short-term rates being significantly lower than long-term rates) are such that profits can be made by intruding speculative arrangements. The intrusion of speculative relations into a system of mainly hedge financing of positions increases the demand for assets and therefore raises asset values—that is, it leads to capital gains. A regime in which capital gains are being earned and are expected is a favorable environment for engaging in speculative and Ponzi finance. Profit opportunities within a robust financial structure make the shift from robustness to fragility an endogenous phenomenon.”. Idem, ibidem, Pág. 234.

²⁸⁶ “Historically, an extremely robust financial system, dominated by hedge finance and with a surfeit of liquid assets in portfolios, is created in the aftermath of either a wave or a traumatic debt deflation and deep depression. Experience since the mid-1960s shows that massive government deficits and Federal Reserve lender-of-last-resort intervention increase the robustness of the financial system. That is, in the modern economy the job

3.2.1.5 Kindleberger e os fluxos financeiros internacionais como causa da crise

Minsky e Kindleberger são provavelmente os autores mais importantes para compreender a formação das crises financeiras, e como elas são processos endêmicos e não externos da atividade económica.

Ambos incorporam no seu trabalho o modelo básico de Keynes sobre a formação de crises financeiras e económicas. Kindleberger incorpora o modelo de Minsky à sua teoria, mas aponta-lhe uma limitação fundamental: o modelo de Minsky foca-se apenas na dimensão interna da formação das crises financeiras. Segundo Kindleberger, para que esse modelo esteja completo ele deve incorporar a dimensão internacional das crises. Por outras palavras: tem de incorporar os fluxos da balança de pagamentos.

Aceitando o modelo de formação das *Manias*, Kindleberger afirma que a formação desses eventos é decisivamente determinada pelos fluxos internacionais de capitais. Dessa forma, as transferências de recursos disponíveis de uma jurisdição para a outra acabam por influir diretamente na incorreta precificação e inflação nos preços dos ativos. Influência diretamente o processo de estabilidade para a fragilidade financeira descrito por Minsky

Assim, Kindleberger demonstra que os momentos de crise são normalmente explicados por movimentos internacionais de capital prévios que acabam por levar a crises financeiras. Esta proposta é fundamental, por completar o modelo de Minsky, e conferir um papel à política cambial nos movimentos de formação de crises.

3.2.2 As ferramentas de gestão do ciclo económico e de prevenção de crises financeiras

A consciência de que as ações individuais (os efeitos microeconómicos) traziam consequências a um nível mais geral demonstrou que havia espaço para alguma forma de gestão económica coletiva (as ferramentas macroeconómicas).

A macroeconomia adquiriu grande relevância por conta dessa constatação. Algumas ferramentas foram reconhecidas como estando ao dispor do poder soberano, para melhor gerir

that was done by deep depressions can be accomplished without the economy going through the trauma of debt deflation and deep depression. However, the government deficit and lender-of-last-resort interventions that abort the consequences of fragile financial structures lead in time to inflation. Inflation enables firms, households, and financial institutions to fulfill commitments denominated in dollars that they could not fulfill at stable prices.”. Idem, ibidem, Pág. 239.

os ciclos económicos. Isto significa que os Estados estavam em posição de tanto determinar condutas como oferecer certos incentivos aos agentes económicos (influenciando diretamente os comportamentos microeconómicos).

Esses instrumentos poderiam (podem) ser utilizados para evitar a criação de instabilidade e/ou para ajudar a economia a escapar de uma situação de crise. Essas ferramentas serão agora mais detalhadas, desde o ponto de vista de como tal gestão é feita²⁸⁷.

A gestão das condições económicas é realizada no contexto do modelo *IS/LM*. Neste quadro, o ciclo económico pode ser gerido ajustando tanto a política monetária (crédito e oferta de moeda, *Loan e Money*) como a política fiscal (Investimento e Poupança, *Investment e Savings*)²⁸⁸. O objetivo é alcançar um ponto de equilíbrio correspondente à taxa natural de crescimento da economia²⁸⁹, um conceito wickselliano proposto para descrever uma economia onde a taxa de juro reflete perfeitamente a organização dos fatores de produção de forma a deixar inalterado o nível de preços (uma economia sem inflação ou deflação)²⁹⁰. Apesar de este

²⁸⁷ “Central banking in the United States includes not only the Federal Reserve System but also assorted regulatory agencies such as the FDIC, the SEC, and the Comptroller of the Currency, as well as consortia of private banks. If this complex of organizations is to prevent and control financial instability' its actions must be guided by an economic theory that allows financial instability to be a result of the functioning of financial markets in a capitalist economy. Unless a theory can define the conditions in which a phenomenon occurs, it offers no guide to the control or elimination of the phenomenon.”. Idem, *ibidem*, Pág. 52.

²⁸⁸ “When generalised in this way, Mr. Keynes' theory begins to look very like Wicksell's; this is of course hardly surprising. There is indeed one special case where it fits Wicksell's construction absolutely. If there is “full employment” in the sense that any rise in Income immediately calls forth a rise in money wage rates; then it is possible that the CC and SS curves may be moved to the right to exactly the same extent, so that IS is horizontal. (I say possible, because it is not unlikely, in fact, that the rise in the wage level may create a presumption that wages will rise again later on; if so, CC will probably be shifted more than SS, so that IS will be upward sloping.) However that may be, if IS is horizontal, we do have a perfectly Wicksellian construction; “O the investment rate becomes Wicksell's natural rate, for in this case it may be thought of as determined by real causes; if there is a perfectly elastic monetary system, and the money rate is fixed below the natural rate, there is cumulative inflation; cumulative deflation if it is fixed above. This, however, is now seen to be only one special case; we can use our construction to harbour much wider possibilities. If there is a great deal of unemployment, it is very likely that dC/dI will be quite small; in that case IS can be relied upon to slope downwards. This is the sort of Slump Economics with which Mr. Keynes is largely concerned. But one cannot escape the impression that there may be other conditions when expectations are tinder, when a slight inflationary tendency lights them up very easily. Then dC/dI may be large and an increase in Income tend to raise the investment rate of interest. In these circumstances, the situation is unstable at any given money rate; it is only an imperfectly elastic monetary system—a rising LL curve that can prevent the situation getting out of hand altogether.”. HICKS, J. R. (1937), Pág. 158.

²⁸⁹ “There is a certain rate of interest on loans which is neutral in respect to commodity prices, and tends neither to raise nor to lower them. This is necessarily the same as the rate of interest which would be determined by supply and demand if no use were made of money and all lending were effected in the form of real capital goods. It comes to much the same thing to describe it as the current value of the natural rate of interest on capital.”. WICKSELL, KNUT (1898), Pág. 102.

²⁹⁰ “But there we were proceeding on the assumption that the condition of the market was stationary. Retaining the formal part of our argument, we have now found our way to an important and necessary extension of its material basis. The natural rate is not fixed or unalterable in magnitude. The causes that determine it will be discussed somewhat more fully in the next chapter. In general, we may say, it depends on the efficiency of production, on the available amount of fixed and liquid capital, on the supply of labour and land, in short on all

modelo refletir uma economia fechada, é sabido que outro elemento fundamental na gestão de crises é a relação entre a taxa de juros, e a relação de convertibilidade da moeda para o ativo líquido. Essa gestão é feita pela política cambial.

Na perspectiva do direito, estas ferramenta de condução da política económica são formas de intervenção do Estado expressos (pelo menos) nas ferramentas de regulação, supervisão, imposição de medidas financeiras e exercício da função de *Lender of Last Resort*.

3.2.2.1 Política Monetária

A política monetária é o poder do Estado para intervir no mercado monetário e determinar as condições fundamentais da moeda e do crédito. Primordialmente, a taxa de juro básica a que os bancos emprestam reservas entre si e/ou adquirem crédito do banco central²⁹¹.

Os bancos centrais podem operar com duas ferramentas básicas. Em primeiro lugar, ao fixar a quantidade de dinheiro, em segundo lugar, e em alternativa, operando nos mercados para influenciar as taxas de juro entre os agentes económicos. Para estas duas visões, as taxas de juro têm um significado diferente.

As características da *Quantity Theory* já foram descritas acima. Para esta teoria, a política monetária deve fixar a quantidade de moeda que corresponde à taxa natural²⁹². Este

the thousand and one things which determine the current economic position of a community; and with them it constantly fluctuates.”. Idem, ibidem, Pág. 106.

²⁹¹ “Central banks have generally had three main objectives or functional roles: (i) To maintain price stability, subject to the monetary regime in current operation, for example the gold standard, a pegged exchange rate or an inflation target. (ii) To maintain financial stability, and to foster financial development more broadly. (iii) To support the state’s financing needs at times of crisis, but in normal times to constrain misuse of the state’s financial powers. In the past this meant preventing debasement and misuse of the inflation tax. Prospectively it may in future also involve preventing misuse of the bank tax. Naturally, the balance between these three objectives has shifted over time, with support for state financing becoming prominent during wartimes.”. GOODHART, CHARLES A. E. (2010), Pág. 1.

²⁹² “Much the fullest account of this theory has been given by Prof. Ohlin in the article printed above (p. 221).² For convenience of Prof. Ohlin, as will be seen above (p. 227), indicates a difference " in one essential respect," but this is much subsequent to the point in his argument where the divergence I shall call attention to occurs-which is, indeed, from the very outset. Since this article immediately succeeds Prof. Ohlin's, I ought to say, to avoid misunderstanding, that it is not intended to discuss more than a small part of his arguments, many of which I accept at least in part. In particular, I hope to return later to a discussion of what the Swedish school conveniently reference, I will quote what seems to me to be the essential passage; but the reader can easily compare it with the complete context: The rate of interest is simply the price of credit, and is therefore governed by the supply of and demand for credit. The banking system-through its ability to give credit-can influence, and to some extent does affect, the interest level. Ex-post one finds equality between the total quantity of new credit during the period and the sum total of positive individual savings. (Of course, a person who uses his own savings is then said to give credit to himself; this supply and this demand offset one another and exert no influence on the price of credit.) Thus, there is a connection between the rate of interest, which is the price of credit, and the process of economic activity, of which the flow of saving is a part. To explain how the rates of interest are actually deter-

critério de quantidade era a regra quando o ouro era o padrão para a conversão de moeda da jurisdição (uma dívida sobre uma certa quantidade de moeda ouro). A não observância dessa relação pela política monetária pode afetar os níveis de preços e o equilíbrio da economia²⁹³.

A alternativa é reconhecer o papel desempenhado pelo crédito na criação de meios de pagamento, seguindo a também já descrita *Real-Bills Doctrine*²⁹⁴. Segundo, porque esta procura futura pode influenciar as condições de taxa de juro no presente²⁹⁵.

Para a *Quantity Theory* clássica, a taxa de juro é a ferramenta para igualar o investimento e a poupança. Mas para Keynes não é a taxa de juro, mas sim os níveis de rendimento (fluxos, retornos) que igualam essas quantidades²⁹⁶. Portanto, a taxa de juro tem um papel diferente

mined we need, however, a causal analysis which runs chiefly in ex-ante terms. What governs the demand and supply of credit? Two ways of reasoning are possible. One is net and deals only with new credit, and the other is gross and includes the outstanding old credits. The willingness of certain individuals during a given period to increase their holdings of various claims and other kinds of assets minus the willingness of others to reduce their corresponding holdings gives the supply curves for the different kinds of new credit during the period. Naturally, the quantities each individual is willing to supply depend on the interest rates.' In other words, the plans are in the nature of alternative purchase and sales plans. Similarly, the total supply of new claims minus the reduction in the outstanding volume of old ones gives the demand-also a function of the rates of interest-for the different kinds of credit during the period. The prices fixed on the market for these different claims-and thereby the rates of interest-are governed by this supply and demand in the usual way.'". KEYNES, JOHN MAYNARD (1937a), Pág. 241 e 242.

²⁹³ "Now let us suppose that the banks and other lenders of money lend at a different rate of interest, either lower or higher, from that which corresponds to the current value of the natural rate of interest on capital. The economic equilibrium of the system is ipso facto disturbed. If prices remain unchanged, entrepreneurs will in the first instance obtain a surplus profit (at the cost of the capitalists) over and above their real entrepreneur profit or wage. This will continue to accrue so long as the rate of interest remains in the same relative position. They will inevitably be induced to extend their businesses in order to exploit to the maximum extent the favourable turn of events. And the number of people becoming entrepreneurs will be abnormally increased. As a consequence, the demand for services, raw materials, and goods in general will be increased, and the prices of commodities must rise.'". WICKSELL, KNUT (1898), Pág. 105 e 106.

²⁹⁴ "To avoid confusion with Prof. Ohlin's sense of the word, let us call this advance provision of cash the 'finance ' required by the current decisions to invest. Investment finance in this sense is, of course, only a special case of the finance required by any productive process; but since it is subject to special fluctuations of its own, I should (I now think) have done well to have emphasised it when I analysed the various sources of the demand for money. It may be regarded as lying half-way, so to speak, between the active and the inactive balances. If investment is proceeding at a steady rate, the finance (or the commitments to finance) required can be supplied from a revolving fund of a more or less constant amount, one entrepreneur having his finance replenished for the purpose of a projected investment as another exhausts his on paying for his completed investment. But if decisions to invest are (e.g.) increasing, the extra finance involved will constitute an additional demand for money.'". KEYNES, JOHN MAYNARD (1937a), Pág. 247.

²⁹⁵ "Now, a pressure to secure more finance than usual may easily affect the rate of interest through its influence on the demand for money; and unless the banking system is prepared to augment the supply of money, lack of finance may prove an important obstacle to more than a certain amount of investment decisions being on the tapis at the same time. But 'finance ' has nothing to do with saving. At the 'financial ' stage of the proceedings no net saving has taken place on anyone's part, just as there has been no net investment. 'Finance' and 'commitments to finance' are mere credit and debit book entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance.'". Idem, ibidem. Pág. 247.

²⁹⁶ "The theory of the rate of interest which prevailed before (let us say) 1914 regarded it as the factor which ensured equality between saving and investment. It was never suggested that saving and 1 Though any particular actual investment may, of course, fall short, for various reasons, of the investment, which was intended

nesta teoria. A taxa de juro pode ser expressa como resultado de uma escolha fundamental entre acumular e investir moeda²⁹⁷. Para Keynes, a taxa de juro é o rácio entre a vontade de possuir moeda ou outros ativos de capital²⁹⁸.

Para evitar uma situação de *debt deflation* (deflação com dívida elevada), a expansão da base monetária não é suficiente. Na opinião de Keynes, são as expectativas que comandam o investimento. Se os agentes acharem o futuro incerto, preferem ficar com a moeda apesar das taxas de juro. Nestes casos, pode ocorrer a chamada *liquidity trap* (armadilha de liquidez). Nesse caso, atinge-se o limite da política monetária, e é necessária ação da política fiscal (do lado do IS), que entra para estabilizar as condições económicas e garantir a procura (através do consumo e do investimento).

Esta é apenas a discussão histórica. O consenso existente, hoje, concorda que a política monetária não pode definir a quantidade de dinheiro e reconhece o papel dos intermediários na criação de meios de pagamento²⁹⁹. De certa forma legitimando a *Real Bills Doctrine*, mas

at some earlier period. (It is difficult to make this precise because aggregate ex-post investment in any period cannot be related to, or compared with, the aggregate ex-ante investment at any specified previous date.) As for the concept of ex-ante saving, I can attach no sound sense to it. investment could be unequal. This idea arose (for the first time, so far as I am aware) with certain post-war theories. In maintaining the equality of saving and investment, I am, therefore, returning to old-fashioned orthodoxy. The novelty in my treatment of saving and investment consists, not in my maintaining their necessary aggregate equality, but in the proposition that it is, not the rate of interest, but the level of incomes which (in conjunction with certain other factors) ensures this equality.”. Idem, ibidem, Pág 248 e 249.

²⁹⁷ “The resulting theory, whether right or wrong, is exceedingly simple-namely, that the rate of interest on a loan of given quality and maturity has to be established at the level which, in the opinion of those who have the opportunity of choice -i.e. of wealth-holders-equalises the attractions of holding idle cash and of holding the loan.”. Idem, ibidem, Pág. 250.

²⁹⁸ “If we mean by 'hoarding' the holding of idle balances,' then my theory of the rate of interest might be expressed by saying that the rate of interest serves to equate the demand and supply of hoards-i.e. it must be sufficiently high to offset an increased propensity to hoard relatively to the supply of idle balances available. The function of the rate of interest is to modify the money-prices of other capital assets in such a way as to equalise the attraction of holding them and of, holding cash. This has nothing whatever to do with current saving or new investment. There can never be available for additional hoards a surplus of current saving over and above what is represented by current investment; and this is just as true if, like Mr. Hawtrey, we exclude changes in working capital from our definition of investment, since in this case current savings are all absorbed by current investment plus the increase in working capital. Moreover, no amount of anxiety by the public to increase their hoards can affect the amount of hoarding, which depends on the willingness of the banks to acquire (or dispose of) additional assets-beyond what is required to offset changes in the active balances. If the banks stand firm, an increased propensity to hoard raises the rate of interest, and thereby lowers the prices of capital assets other than cash, until people give up the idea of selling them or of refraining from buying them in order to increase their hoards.² The rate of interest is, if you like, the price of hoards in the sense that it measures the pecuniary sacrifice which the holder of a hoard thinks it worthwhile to suffer in preferring it to other claims and assets having an equal present value.”. Idem, ibidem, Pág. 250 e 251.

²⁹⁹ “After decades in which there were fierce disputes between various categories of macro-economists, notably Keynesians (of various hues) and Monetarists (of various hues), there is currently an, historically unusual, degree of agreement about the basic mechanism whereby monetary policy has an effect on the economy more widely. Because of frictions preventing full, immediate and perfect adjustment of wages and prices to changing economic conditions, wages and prices are sticky. These frictions remain imperfectly understood, but probably

reconhecendo os seus limites (incapacidade de autodisciplina). A política monetária destina-se principalmente a gerir e controlar certos aspetos da economia (condições de meios de pagamento, crédito, inflação e câmbio com o ativo líquido)³⁰⁰. O objetivo é manter uma base monetária e de meios de pagamento adequada que permita tanto fornecer elasticidade à criação de meios de pagamento, como manter os preços da economia estáveis. A política monetária opera influenciando as taxas de juro do mercado através de operações de mercado aberto, tanto no presente como no futuro³⁰¹.

3.2.2.3 Política Fiscal

Historicamente, a política fiscal era sobretudo importante para financiar os esforços de guerra. Como se pôde ver no capítulo 1, este foi o principal motivo que levou os soberanos a emitir dívida e a cobrar impostos, para pagar (entre outras despesas) a dívida emitida. O papel do investimento público como criador da procura é recente, sendo o resultado das reflexões académicas (por exemplo, a contribuição de Keynes) e das políticas implementadas para resgatar as economias dos efeitos da Grande Depressão (o grande exemplo é a política de *New Deal*, nos EUA).

O Estado tem sobretudo dois instrumentos para empreender a função de estabilização da política fiscal: a emissão de dívida e os impostos. Mesmo que esses instrumentos sejam utilizados por outras razões (por exemplo, investimento público ou políticas de redistribuição)

result from various forms of transactions and information costs. Anyhow, their existence means that (unexpected) changes in real interest rates have an effect, after some delay, (whose length depends on planning, ordering, executing and payment lags), on real expenditures and real output.”. GOODHART, CHARLES A. E. (2005), Pág. 3.

³⁰⁰ “In the years prior to August 2007, central banks had appeared to have almost perfected the conduct of monetary policy. The standard regime was one in which the central bank was delegated operational independence to vary the official short-term interest rate in order to achieve an inflation target, which in turn was mandated either in general or in specific numerical terms by the democratically elected government. We now recognise that the achievement of price stability by this procedure does not guarantee financial stability. That raises, first, the question whether this standard procedure, whereby the central bank dedicates setting the official interest rate to the achievement of its inflation target, should be radically altered. My answer to that, which I have developed in other papers – and which will not be rehearsed again here – is no.”. Idem, ibidem, Pág. 8.

³⁰¹ “That said, it is becoming widely accepted that a second, key role for central banks, besides varying the short-term official policy rate is to influence expectations, notably of future price inflation and also of the future path of official policy rates. A key indication whether a central bank is succeeding in delivering price stability is whether inflation expectations remain low and stable, and in line with the inflation target (if such exists), especially in the face of various nominal, and real, disturbances, e.g. in oil prices. If future inflation expectations are thereby ‘anchored’, a change in nominal interest rates will have a more predictable, and perhaps generally larger, effect on real interest rates than otherwise.”. Idem, ibidem, Pág. 5.

têm uma influência direta nos preços, na inflação e na estabilidade financeira³⁰². São, na perspectiva do Estado, os mesmos efeitos dos excessos dos intermediários financeiros.

Os Estados, como emitentes da moeda do poder soberano, têm um benefício de senhoriação. Podem ter acesso a mais recursos a um custo insignificante (o da emissão, por exemplo com a compra dos materiais e custos de impressão), aumentando as suas disponibilidades de liquidez (de moeda soberana). É exatamente isso que os Estados fazem quando emitem novas dívidas, alargam os meios de pagamentos. Essa dívida é reembolsada com os recursos obtidos dos impostos cobrados pelo Estado aos cidadãos e às empresas. É assim que a política fiscal interage com a política monetária³⁰³.

Keynes propôs que quando os bancos (no seu papel de financiadores de investimento³⁰⁴) não estavam disponíveis para emprestar, a curto prazo, a política fiscal deveria atuar para ancorar as expectativas e evitar uma deflação severa. Esse papel tem sido implementado com sucesso desde a Grande Depressão, evitando a existência de graves recessões económicas e

³⁰² “Although particular tax or expenditure measures affect the economy in many ways and may be designed to serve a variety of purposes, several more or less distinct policy objectives may be set forth. They include: 1. The provision for social goods, or the process by which total resource use is divided between private and social goods and by which the mix of social goods is chosen. This provision may be termed the allocation function of budget policy. Regulatory policies, which may also be considered a part of the allocation function, are not included here because they are not primarily a problem of budget policy. 2. Adjustment of the distribution of income and wealth to ensure conformance with what society considers a “fair” or “just” state of distribution, here referred to as the distribution function. 3. The use of budget policy as a means of maintaining high employment, a reasonable degree of price level stability, and an appropriate rate of economic growth, with allowances for effects on trade and on the balance of payments. We refer to all these objectives as the stabilization function. While these policy objectives differ, any one tax or expenditure measure is likely to affect more than one objective. As will be noted presently, the problem, therefore, is how to design budget policy so that the pursuit of one goal does not void that of another.”. MUSGRAVE, RICHARD A. ; MUSGRAVE, PEGGY B. (1989), Pág. 6.

³⁰³ “Financing government expenditures by borrowing rather than by raising taxes results in higher levels of consumption in the short run (since disposable income is higher). When the economy is at full employment higher consumption implies there is less room for investment. To maintain the economy at full employment without inflation, the Federal Reserve Board has to increase interest rates. Deficit financing leads to lower investment, and thus, in the long run, to lower output and consumption. Reducing the deficit has the opposite effect: it allows interest rates to fall, stimulating investment, and thus promoting economic growth and better future living standards.”. STIGLITZ, JOSEPH E. ROSENGARD, JAY K. (2015), Pág. 782.

³⁰⁴ “The above analysis is useful in exhibiting in what sense a heavy demand for investment can exhaust the market and be held up by lack of financial facilities on reasonable terms. It is, to an important extent, the ‘financial’ facilities which regulate the pace of new investment. Some people find it a paradox that, up to the point of full employment, no amount of actual investment, however great, can exhaust and exceed the supply of savings, which will always exactly keep pace.’ If this is found paradoxical, it is because it is confused with the fact that too great a press of uncompleted investment decisions is quite capable of exhausting the available finance, if the banking system is unwilling to increase the supply of money and the supply from existing holders is inelastic. It is the supply of available finance which, in practice, holds up from time to time the onrush of ‘new issues.’ But if the banking system chooses to make the finance available and the investment projected by the new issues actually takes place, the appropriate level of incomes will be generated out of which there will necessarily remain over an amount of saving exactly sufficient to take care of the new investment. The control of finance is, indeed, a potent, though sometimes dangerous, method for regulating the rate of investment (though much more potent when used as a curb than as a stimulus). Yet this is only another way of expressing the power of the banks through their control over the supply of money-i.e. of liquidity.”. KEYNES, JOHN MAYNARD (1937a), Pág. 248.

diminuindo a volatilidade entre ciclos económicos. No entanto, o reverso da moeda é que depressões severas foram substituídas por inflação.³⁰⁵

Quando comparado com o momento histórico em que as propostas de Keynes foram formuladas, as despesas públicas (financiadas pela dívida e pelos impostos) têm crescido substancialmente. Este facto vem com dois problemas. Em primeiro lugar, a inflação e o receio de que a regra da escassez relativa da moeda seja abandonada. Recorde-se o facto (melhor exposto no capítulo 4) de que a moeda do soberano é apenas um ativo com curso legal obrigatório para as transações com o soberano (isso de na prática dos factos, e até apesar da letra expressa da Lei; vejam-se os exemplos de episódios de hiperinflação). Se os agentes privados entenderem que a moeda do soberano não tem valor, procurarão uma outra moeda ou ativo que exerça as mesmas funções. Fá-lo-ão para proteger o seu património contra a perda de valor real, decorrente da inflação. Este é um risco que ocorre quando os Estados emitem demasiada dívida (e, consequentemente, criam demasiados meios de pagamento).

O segundo risco é a absorção excessiva de poupanças por parte do Estado. Recorde-se que as poupanças e os investimentos representam a mesma massa de ativos. Estados e agentes privados competem por essas poupanças, para candidatarem os seus investimentos ou despesas a esse financiamento. Se os detentores da poupança tiverem dívida pública disponível (com o aumento das taxas de juro, uma vez que o seu volume também aumenta), irão preferir estes ativos (com menor risco) a outros mais arriscados disponibilizados pelos projetos privados. Este incentivo é tão mais real quanto mais a dívida crescer e, com o aumento do seu risco, cresçam também as taxas de juro pagas pela dívida pública. Por isso, a política fiscal pode ter um efeito de exclusão do investimento privado³⁰⁶.

³⁰⁵ “What, then, prevented a deep depression in 1975 and 1982? The answer centers on two aspects of the economy. The first is that Big Government stabilizes not only employment and income but also business cash flows (profits) and as a result asset value. The second aspect is that the Federal Reserve System, in cooperation with other government agencies and private financial institutions, acts as a lender of last resort. It will be argued that the combined behavior of the government and of the central bank, in the face of financial disarray and declining income, not only prevents deep depressions but also sets the stage for a serious and accelerating inflation to follow. The institutions and usages that currently rule have not prevented disequilibrating forces from operating. What has happened is that the shape of the business cycle has been changed; inflation has replaced the deep and wide trough of depressions.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág 17.

³⁰⁶ “In the New Keynesian model a fiscal expansion increases output because the model relies on the assumption that aggregate demand is equal to consumption demand. In contrast, the models with monetary frictions and heterogeneous agents suggest that expansionary fiscal policy reduces output via a crowding-out effect (in line with the IS-LM model predictions); therefore, the producer's welfare improves at the expense of the household. Moreover, the behaviour of default rates and their impact on interest rates, explains why the effects of fiscal policy are more pronounced than in the default-free frameworks, as well as why variables oscillate around their steady state levels when the effects of the shock start to disappear. Finally, our model predicts that expansionary fiscal policy induces a deep recession in the short run, and that the economy becomes financially

3.2.2.4 Política Cambial

Como descrito acima, a moeda soberana deve conviver permanentemente numa relação com a moeda internacional (o ativo líquido): a moeda utilizada nas transações com o exterior, ou seja, entre soberanos. Para satisfazer as suas necessidades, ou para suprir a procura de outros Estados (e dos privados a ele jurisdicionados), os Estados devem importar e exportar produtos. O exemplo paradigmático de uma economia fechada, utilizada para descrever modelos económicos, simplesmente não existe.

Historicamente, o ouro desempenhou o papel da moeda internacional. O dólar substituiu-o nessa função desde o fim do sistema de *Bretton Woods*³⁰⁷; primeiro sozinho, hoje, acompanhado por outras moedas relevantes (Euro e Yen) mas ainda assim sendo a principal moeda de reserva internacional (remetemos à definição de ativo líquido)³⁰⁸. Todas as moedas soberanas devem ter um rácio cambial com o ativo líquido. Esta é a relação em que uma moeda é negociada pela outra.

Essa relação deveria refletir a paridade de poder de compra entre as moedas. Ser simplesmente a relação entre os preços dos produtos nas duas jurisdições soberanas, ou seja, a relação do poder de compra das duas moedas. No entanto, esta relação não é realista. Ela acaba por ser influenciada pela inflação e política monetária em cada jurisdição, por um lado, e pela própria especulação dos agentes sobre essa relação, por outro.

Equivale isto a dizer que os Estados enfrentam uma escolha entre a capacidade total dos instrumentos de política monetária (implementando políticas estritas de controle de capitais, limitando os fluxos externos) ou cambial (permitindo os fluxos internacionais de capital, e

unstable in the short to medium run because aggregate default remains high and profitability in the banking sector starts to fall. These effects are not depicted by the models that exclude default frictions.”. GOODHART, CHARLES A. E. ; OSORIO, CAROLINA ; TSOMOCOS, DIMITRIOS P. (2009), Pág. 16.

³⁰⁷ “*The century can be divided into three distinct, almost equal parts. The first part, 1900- 1933, is the story of the international gold standard, its breakdown during the war, its mismanaged restoration in the 1920's, and its demise in the early 1930's. The second part, 1934-1971, starts with the devaluation of the dollar and the establishment of the \$35 gold price and ends when the United States took the dollar off gold. The third part of the century, 1972-1999, starts with the collapse into flexible exchange rates and continues with the subsequent outbreak of massive inflation and stagnation in the 1970's, the blossoming of supply-side economics in the 1980's, and the return to monetary stability and the birth of the euro in the 1990's.*”. MUNDELL, ROBERT A. (2000), Pág. 327-328

³⁰⁸ “*Today, the dollar, the euro, and yen have established three islands of monetary stability, which is a great improvement over the 1970's and 1980's. There are, however, two pieces of unfinished business. The most important is the dysfunctional volatility of exchange rates that could sour international relations in time of crisis. The other is the absence of an international currency.*”. Idem, ibidem, Pág. 339.

limitando o exercício da política monetária). Note-se que esta escolha, em relação à prevalência de qualquer uma das políticas, significará que os Estados não conseguirão ter independência absoluta na condução da outra, preterida. O exercício da soberania, neste contexto, equivale a encontrar um compromisso entre os objetivos almejados com cada uma das políticas³⁰⁹.

Dessa maneira, e ao determinarem a sua política, os soberanos podem ter duas abordagens básicas para o câmbio. Podem fixar as taxas de câmbio ou deixá-las flutuar no mercado.

Concretizando estas ideias expostas, numa perspectiva prática, se o Estado fixar uma taxa de câmbio, mas permitir fluxos financeiros internacionais livres, o Estado não terá uma política monetária (a taxa de juro será determinada pela taxa de juro internacional somada ao prémio para o risco de país e cambial). Em alternativa, se o Estado fixar a taxa de câmbio, mas também manter os poderes para determinar a política monetária, o Estado tem de implementar algum tipo de controlo de capital (para que a política monetária possa gerir a inflação e os preços, e não apenas as reservas em moeda estrangeira).

Uma taxa de câmbio fixa tem uma vantagem clara: traz segurança para os agentes que efetuam transações internacionais (quer importando quer exportando bens ou serviços). No entanto, para manter a taxa de câmbio fixa, os Estados devem sempre intervir nos mercados para manter o preço da troca. Isto implica que o Estado deve ter reservas de ativo líquido suficientes para operar a taxa de câmbio no mercado. Existe, aqui, um risco cambial ligado à dimensão das reservas em moeda estrangeira (e, por isso, à capacidade do Estado manter essa relação). Mas o ponto mais importante é que o Estado deve escolher entre controlar ou não controlar os fluxos cambiais.

Por último, se um Estado optar por manter a sua soberania de política monetária e permitir fluxos financeiros internacionais livres, o Estado deve ter uma taxa de câmbio flutuante. Ao deixar a taxa de câmbio flutuar, a economia do Estado estará sujeita à especulação no mercado cambial. A forma de tratar essa questão, é através de uma política monetária acomodatória (alterando a taxa de juros).

³⁰⁹ “Thus, in practice, by giving up exchange rate pegging and shifting to inflation targeting, a central bank does not gain monetary independence in the sense that its monetary policy becomes independent of monetary policy—more generally of economic developments—in other countries. Rather it has switched from targeting one economic variable, the exchange rate, to another, namely the inflation rate, both of which depend to differing extents on economic developments abroad and at home. This appears to be the meaning of Frankel’s (2004) statement that a country can have half stability and half monetary policy independence of the exchange rate.”. FISCHER, STANLEY (2008), Pág. 376.

Estas são, no entanto, as duas principais posições extremas. Outras soluções intermediárias ocorrem, em que os Estados permitem a flutuação do câmbio dentro de uma determinada margem. Essa solução apresenta mesmo alguns benefícios³¹⁰. No entanto, e mesmo nestes regimes intermediários de câmbio, os Estados estão sempre a enfrentar, de alguma forma, o mesmo tipo de decisão: intervir no mercado de câmbio, ou não³¹¹.

Em todos os casos, como nas outras ferramentas, todos eles devem ser compreendidos de forma abrangente, uma vez que todas as políticas se comunicam entre si e são mutuamente dependentes³¹².

3.3 O papel do Estado como “*Lender of Last Resort*”

Essas ferramentas que os Estados possuem para intervir nas atividades dos intermediários financeiros, na disponibilidade de meios de pagamento e no nível de preços adquirem uma natureza diferente nas recessões e/ou crises financeiras. Momento em que, para enfrentar aquelas circunstâncias, os Estados são investidos no seu papel de *Lenders of Last Resort* e aplicam estas ferramentas de forma especial.

O principal objetivo da intervenção de *Lender of Last Resort* é a utilização do balanço do banco central (política monetária e cambial) e/ou do orçamento do estado (política fiscal)

³¹⁰ “The bipolar hypothesis about exchange rates has come in for serious criticism. For example, Frankel (2004) argues that there is no analytic rationale for the argument of the disappearing intermediate regime. The usual justification is the impossible trinity, but Frankel suggests that a variety of managed floats are fully consistent with the impossible trinity—that one can have half stability and half independence.”. Idem, ibidem, Pág. 369.

³¹¹ “The security of the hard end of the bipolar prescription thus turns out to be largely illusory. Ambiguous in the bipolar prescription is where to place managed floats. While Fischer (2001) placed them at the safe pole with free floats, others would place them in the risky intermediate regime category. Empirically, different classifications give starkly different answers, which is especially problematic as managed floats are becoming increasingly popular among EMEs. Using binary recursive tree analysis, we establish that there is no simple dividing line—for instance, according to exchange rate flexibility—between safe and risky managed floats. Rather, what distinguishes safe from risky management of the exchange rate is whether the central bank intervenes to limit overvaluation, and refrains from intervening to defend an overvalued exchange rate.”. GHOSH, ATISH R. ; OSTRY, JONATHAN D. ; QURESHI, MAHVASH S. (2014), Pág. 21.

³¹² “Interest rate and/or fiscal policy can be used to try to affect the Exchange rate; for instance, the Taylor rule for a central bank that is also targeting the exchange rate can include an additional term in which the interest rate responds to deviations of the real exchange rate from its target level. Monetary policy effects on the real exchange rate are likely to be temporary, but may be of sufficient duration to have a transitional effect on exports and imports. More fundamentally, changes in fiscal policy can be deployed to affect the real exchange rate over a longer period: by tightening fiscal policy and increasing national saving, the government can expect to generate a real depreciation and increase net exports.”. FISCHER, STANLEY (2008), Pág. 376.

para garantir a confirmação dos fluxos de caixa dos ativos³¹³. Por outras palavras, garantir os níveis de preços dos ativos e ancorar as expectativas dos agentes económicos, pela utilização do *backstop* público. É neste sentido que os termos *Lender of Last Resort* ou prestamista de última instância são utilizados neste trabalho.

Como já referido no capítulo 1, a função de *Lender of Last Resort* surgiu como um mecanismo de mercado para evitar problemas de disponibilidade de meios de pagamentos nos bancos, e especialmente ligada à execução das ferramentas da política monetária. Esta intervenção visa evitar a perda generalizada de confiança nos mercados monetários e uma crise de crédito e/ou financeira. Quando proposta, no século XIX, esta intervenção era executada no mercado pelos bancos centrais privados. A proposta é que os bancos centrais emprestem livremente mediante um prémio (taxa de juro agravada) contra uma boa garantia, para que os bancos tenham sempre liquidez suficiente para cumprirem os seus compromissos.

Na era do banco central público, a intervenção da política monetária não se faz de forma diferente. O objetivo mantém-se o mesmo: evitar uma crise de crédito ou uma perda da liquidez (fluidez) pela retração dos meios de pagamento. Estando no centro do sistema que está na origem das crises, como referido por Keynes, Minsky e Kindleberger, a sua ação é fundamental para evitar ou diminuir as consequências reais desses eventos na economia.

Uma crise de crédito (*credit crunch*) é uma situação de interrupção da oferta de crédito, devido à falta de confiança na liquidez dos agentes e/ou outras condições económicas. Perante a incerteza, os intermediários financeiros retiram-se do mercado e diminuem a oferta de crédito (e, assim, de meios de pagamento)³¹⁴. Tal acontecimento pode ter consequências tanto na

³¹³ “The Federal Reserve was given the responsibility of assuring a flexible currency so that it could carry out its original mandate to act as lender of last resort. Federal Reserve currency is therefore readily available to substitute for bank deposits in the portfolios of households and businesses whenever a run on banks occurs. In substituting Federal Reserve deposits or notes for customers' deposits, Federal Reserve banks acquire assets that banks had acquired in financing commerce and production, thus refinancing qualified institutions and markets. By such refinancing, the lender of last resort short-circuits the need of the institution in difficulty to acquire funds by selling out its position in financial and real assets, which can lead to sharp declines in asset values. Such declines can lead to insolvency, not only for the institutions initially affected, but also for other institutions holding such assets. Lender-of-last resort interventions prevent the value of assets owned by financial institutions from falling so far that general loss of liquidity or a widespread inability to sustain the face value of deposits and other debts occurs. These interventions ensure that the losses incurred by a bank or other institution when its assets fall in market value will not be passed through to the depositors at the bank. In this way, lender-of-last-resort operations, undertaken to prevent the amplification of particular losses by setting floors under the value of assets, socialize some of the private risks that exist in an economy in which borrowing and lending are important.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 49.

³¹⁴ “In particular, this has meant that cyclically significant retardations or reductions in credit and aggregate demand occur only when there is an interruption in the supply of credit—a “credit crunch.” Such interruptions may be prompted, intentionally or accidentally, by the destruction of lenders' incentives through regulatory rigidities, such as ceilings on the interest rate, or the emergence of serious default problems in major

solvência como no desempenho económico dos sectores de intermediação financeira, das famílias e das empresas. A perda de liquidez é um evento correlacionado com a crise do crédito, quando devido à falta de confiança a liquidez (fluidez) nos mercados cessa. Como a posse de dinheiro é positivamente valorizada (por ser um ativo líquido, na perspetiva interna para a moeda soberana e na esfera internacional para o ativo líquido, como se verá no capítulo 4), os agentes preferem possuí-lo em vez de ativos progressivamente menos líquidos (convertíveis, como proposto por Keynes).

A política monetária combate estes dois eventos principalmente através de três ferramentas: operações de mercado aberto, da janela de descontos e da oferta de empréstimos aos bancos. No primeiro, tradicionalmente o banco central negocia títulos de dívida do governo (na última década o leque de títulos elegíveis aumentou, na sequência da política conhecido como *quantitative easing*). Na segunda, o banco central compra alguns ativos (pré-determinados pelo banco central, que sofreu o mesmo alargamento com o *quantitative easing*) a desconto (com uma taxa de juros agravada e, portanto, com um maior desconto). Na terceira operação, o banco central empresta dinheiro aos bancos do sistema, com uma taxa de juro agravada. A função de *Lender of Last Resort* está principalmente associada a operações de desconto e à concessão de empréstimos a agentes ilíquidos³¹⁵. No entanto, também as operações de mercado aberto se tornaram relevantes para este tipo de ação de forma a manter as condições de atividade do mercado e evitar crises.

A GFC trouxe um alargamento desta função Estatal. Propõe-se (e, na verdade, implementou-se) a solução de que os bancos centrais não seriam apenas os *Lenders of Last Resort* dos intermediários bancários. Tendo em conta a modificação dos modelos de negócio dos bancos, nomeadamente o modelo de *shadow banking*, aquela função nos termos proposto por Bagehot não seriam suficientes para estabilizar o mercado de intermediação financeira. Para

institutions or markets.”. WOJNLOWER, ALBERT M. ; FRIEDMAN, BENJAMIN M. ; MODIGLIANI, FRANCO (1980), Pág 278.

³¹⁵ “After the debacle of the 1930s, discounting at the Federal Reserve no longer provided the mass of bank reserves that did not reflect specie owned by the Federal Reserve. In the later period, the mass of non-specie-based bank reserves was due to the ownership of government securities. Instead of Federal Reserve normal operations taking the form of setting the terms on which it would rediscount for a member bank, normal operations now mainly center on the purchase and sale of government debt on an open market. This means that Federal Reserve operations undertaken to affect bank reserves no longer use the same markets and instruments as lender-of-last-resort operations. In the 1913 model, lender-of-last-resort operations and the control of bank lending were both operated through the discount window. In the years since the Great Depression, the control of bank lending has been operated by means of open-market operations, and, until 1966, there was no need for active intervention by the Federal Reserve System to prevent serious financial instability. Since 1966, however, in the episodes of financial instability, the discount window was again used when the Federal Reserve had lender-of-last-resort responsibilities thrust upon it.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 54.

alcançar esse objetivo, os bancos centrais deveriam agir como *Dealers of Last Resort* (dealer de último recurso), “fazendo o mercado” financeiro em momentos de crise. Por outras palavras, oferecendo liquidez (ativo líquido e convertibilidade) aos agentes, mantendo o mercado em funcionamento e desempenhando o papel dos operadores privados que, em tempos normais, oferecem essas condições ao mercado de intermediação não-bancária³¹⁶.

A política fiscal também desempenha um papel na função de *Lender of Last Resort*. Isto porque, como já foi referido, os Estados têm a prerrogativa e beneficiam da senhoriagem na emissão de moeda³¹⁷. É necessário referir (na esteira de Keynes e Minsky), a importância da política fiscal para evitar uma depressão, no seu papel de ancorar expectativas (através do consumo e do investimento)³¹⁸. Normalmente, a política fiscal é determinada pelos governos e está sujeita a um maior espectro de discricionariedade política. O governo, na qualidade de

³¹⁶ “These are bold and innovative experiments, but the basic pattern comes through clearly. The Fed now recognizes that, for our market-based credit system, it must remake itself as dealer of last resort. The various facilities that the Fed has launched have been cobbled together in order to fit under existing legislative authority; in the longer run, legislation can be expected to adapt to the new reality. More fundamentally, we can look forward to a remake of the framework for monetary policy, going beyond the precrisis fixation on tracking the “natural” rate of interest, and taking account for the first time of the key connection to asset prices that runs from funding liquidity to market liquidity.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 135.

³¹⁷ “The fixing of a minimum price of some financial instrument or real asset is an essential lender-of-last-resort action. The Federal Reserve is capable of being a lender of last resort as long as the basic money of the economy is a Federal Reserve liability, such as Federal Reserve notes or deposits at the Federal Reserve. The Federal Reserve is able to set a minimum price to some set of assets unless an actual or expected inflation leads to the loss of monetary power by the government. The value of Federal Reserve liabilities is based on the existence of substantial taxes, which must be paid in Federal Reserve liabilities to the government's account at the Federal Reserve. As long as the federal government is an effective taxing authority, as long as a major part of government expenditures are financed by taxes, and as long as the government “banks” at the Federal Reserve, conditions cannot arise in which Federal Reserve liabilities no longer function as money.⁷ In these circumstances the Federal Reserve can be an effective lender of last resort.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 55 e 56.

³¹⁸ “Practically I only differ from these schools of thought in thinking that they may lay a little too much emphasis on increased consumption at a time when there is still much social advantage to be obtained from increased investment. Theoretically, however, they are open to the criticism of neglecting the fact that there are two ways to expand output. Even if we were to decide that it would be better to increase capital more slowly and to concentrate effort on increasing consumption, we must decide this with open eyes after well considering the alternative. I am myself impressed by the great social advantages of increasing the stock of capital until it ceases to be scarce. But this is a practical judgment, not a theoretical imperative. Moreover, I should readily concede that the wisest course is to advance on both fronts at once. Whilst aiming at a socially controlled rate of investment with a view to a progressive decline in the marginal efficiency of capital, I should support at the same time all sorts of policies for increasing the propensity to consume. For it is unlikely that full employment can be maintained, whatever we may do about investment, with the existing propensity to consume. There is room, therefore, for both policies to operate together;—to promote investment and, at the same time, to promote consumption, not merely to the level which with the existing propensity to consume would correspond to the increased investment, but to a higher level still. If—to take round figures for the purpose of illustration—the average level of output of to-day is 15 per cent below what it would be with continuous full employment, and if 10 per cent of this output represents net investment and 90 per cent of it consumption—if, furthermore, net investment would have to rise 50 per cent in order to secure full employment with the existing propensity to consume, so that with full employment output would rise from 100 to 115, consumption from 90 to 100 and net investment from 10 to 15:—then we might aim, perhaps, at so modifying the propensity to consume that with full employment consumption would rise from 90 to 103 and net investment from 10 to 12.”. KEYNES, JOHN MAYNARD (2017), Pág. 281.

detentor do poder político, determinará e aplicará as políticas que considerar adequadas para os objetivos visados. Esses objetivos não compreendem apenas a estabilidade financeira ou preocupações conexas. São tão diversos como o mandato político-económico atribuído ao governo. Na prática implicam medidas como, por exemplo, a nacionalização de intermediários financeiros. Ao resolver esse risco de crédito, espera-se que essa ação possa normalizar o sistema de intermediação financeira. Este foi o racional que justificou, por exemplo, a intervenção na seguradora AIG nos EUA (na sequência da GFC).

Por último, a política de câmbio também se inclui nas funções de *Lender of Last Resort*. Esta função é crucial num sistema financeiro internacionalmente integrado, como o descrito por Kindleberger. Na GFC os bancos centrais estabeleceram uma rede de *swaps* que permitiu a não ocorrência de uma crise de pagamentos internacional³¹⁹. Pode até defender-se que a estabilidade cambial é mais bem alcançada por criação de estruturas que permitam flexibilidade. Aquilo que era, tipicamente, um serviço público de pagamentos oficiais, tornou-se cada vez mais uma estrutura privada à medida que o sistema financeiro evolui³²⁰.

3.4 Risco Moral (*Moral hazard*) nas funções de *Lender of Last Resort*

³¹⁹ “Too often in economic debate about balance of payments deficits, the conversation focuses on owned reserves as first resort, and multilateral official borrowing as last resort, to the neglect of the more common everyday action of international money markets. In actual fact it is here, in the private credit mechanism, that we find the primary source of elasticity and discipline that makes the international payments system work. In effect, deficit countries typically settle daily not with owned reserves but rather with borrowed reserves, reserves borrowed either directly or indirectly from surplus countries in the private international money market. In this way short term capital flows facilitate international commerce, both gross and net, on both capital and trade account. From this standpoint, more important than official reserve flows or official borrowing is the network of central bank swap lines that backstop international money markets. One consequence of the financial crisis of 2009 has been a formalization and extension of that network. According to McDowell (2015, 1) “more than 70 such swap agreements have been signed since 2008 involving over 50 countries in every region of the world.” Figure 1 provides a rough sense of the topology of that network as of 2015, which apparently has two centers, one in the United States and one in China, but the image is misleading since not all swaps are equal.” MEHRLING, PERRY (2015), Pág. 1 e 2.

³²⁰ “One reason the private credit mechanism is so often overlooked is that in many countries the domestic financial system remains rather underdeveloped and, as a consequence, disconnected from the international financial system. In such countries, international payments are official payments tout court. But even in these cases, arguably, the underlying policy problem is often not so much the balance of payments deficits but rather the lack of financial development, and the appropriate corrective may therefore be not so much economic measures to correct the deficit as financial development to facilitate commercial finance of the deficit. The picture is taken from an interactive tool available on the CFR website at <http://www.cfr.org/international/finance/central-bank-currency-swaps-since-financial-crisis/p36419#!/intro>. Official flows stand in temporarily for the private short term capital flows that would, in a more developed country, absorb the deficit without showing up in the official balance at all.”. Idem, ibidem, Pág. 3 e 4.

No final, a utilização de instrumentos macroeconômicos nas operações de *Lender of Last Resort* significará a utilização do orçamento do Estado (materializado ou contingente) para alcançar a estabilidade financeira e travar a volatilidade dos preços. Só que restabelecer a confiança tem um preço.

A utilização de recursos na operação de *Lender of Last Resort* significa que deve ser feita uma escolha entre a estabilidade financeira e os outros objetivos políticos do governo. Mesmo que se justifique (por razões de estabilidade financeira) a utilização do dinheiro dos contribuintes para a função de *Lender of Last Resort* cria sempre uma situação de risco moral (*moral hazard*).

Detalhando o conceito de risco moral (*moral hazard*) avançado no capítulo 1, resta reconhecer que no final, é tudo sobre liquidez (e, indiretamente, fluidez). O governo usa o dinheiro dos contribuintes (na forma de ativo líquido e disponibilidades de moeda soberana) para fornecer liquidez (e, indiretamente, fluidez) aos mercados (através de intermediários financeiros) para sustentar os preços e evitar depressões. Com os limites aplicáveis à moeda do soberano (discutidos no capítulo 4), a sociedade cria e fornece liquidez de último recurso a toda a economia. No entanto, a liquidez não é um bem livre, ao contrário. Aqui reside o risco moral (*moral hazard*): a apropriação de lucros pelos privados, mas a socialização das perdas. Essa socialização das perdas acaba por financiar as atividades dos intermediários financeiros, utilizando para isso os impostos dos contribuintes. Assim, o problema do risco moral (*moral hazard*) resulta num problema distributivo absolutamente central.

Como descrito no capítulo 1 a intervenção do Estado (com todo o sistema institucional e de regras existente, constituído de bancos centrais, sistema bancário segregado, entidades reguladoras, etc.) não passa de uma resposta (prévia ou póstuma) a esta situação de risco moral e uma tentativa de arbitramento prévio do problema distributivo inerente. Em troca do benefício do suporte público (o *backstop* público), os bancos acordam em criar limites expressos aos riscos assumidos e aos seus lucros (descritos no capítulo 2). A intervenção através das ferramentas disponíveis (regulação, supervisão, medidas financeiras e função de *Lender of Last Resort*) são os meios através dos quais os governos tentam resolver esta situação de risco moral. Em, consequência, e como se verá no capítulo 4, a intervenção sobre as atividades de intermediação financeira é uma tentativa de proteger o ativo líquido e de gerir o risco moral.

Não obstante, os bancos e os intermediários não bancários evoluíram para capturar oportunidades de lucro que contornassem essas intervenções. A verdade é que, nas últimas décadas, a existência (e permanência) destas medidas de *Lender of Last Resort* têm sido um

incentivo ao risco e à inovação financeira. Basta lembrar a importância do *backstop* público para o modelo de *shadow banking*. O *shadow banking*, tal como descrita no capítulo 2, é exatamente uma daquelas estratégias que permitem a criação de dívida excessiva, e comprometem o ativo líquido (e prejudicam a fluidez e convertibilidade). O risco moral é acentuado pela ação da função de *Lender of Last Resort* (ainda que esta seja útil e, até, necessária)

A experiência demonstrou que, na ocorrência de uma crise financeira, o orçamento público (aqui referido de forma genérica) tem sido utilizado para resgatar ou sanear os intermediários financeiros problemáticos e garantir a estabilidade do sistema. Foi o que aconteceu durante a GFC. Ao mesmo tempo que se evitava a ocorrência de uma depressão profunda, as operações de prestamista de último recurso aumentaram os incentivos futuros dos intermediários financeiros para se envolverem em estratégias de lucro mais arriscadas.³²¹ Tais estratégias, enquanto permitem uma maior dívida, trarão um maior fardo coletivo e fragilidade. Enquanto uma alavancagem excessiva irá obstruir o investimento e os desenvolvimentos económicos, no futuro³²².

O *shadow banking* contribui para o processo de criação de fragilidade inerente ao curso da economia. Se a utilização de instrumentos macroeconómicos ajuda a controlar o curso do ciclo e a impedir situações de recessão e depressão, também pode criar incentivos para circundar os limites de arbitramento prévio impostos pela intervenção do Estado (e, consequentemente, contribuir para o aumento da fragilidade financeira). O quadro institucional existente parece ter um problema, nesse sentido, uma vez que cria incentivos para a situação de risco moral e põe em risco o ativo líquido. Esses problemas parecem ser agravados com a transição de um modelo de *Lender of Last Resort* (suporte limitado à intermediação bancária) para um modelo de *Dealer of Last Resort*. Transição essa que hoje já é um facto (veja-se especialmente o caso dos EUA e da UE, estudados no capítulo 5) e que, se não resolvida (pela

³²¹ “The lender-of-last-resort interventions and the massive government deficits that have succeeded in preventing the sky from falling are strong medicine. Strong medicine often has side effects. Furthermore, we know that the system can evolve so that medicine that was effective in one regime or one set of structures may not be effective in another. In order to examine these issues we need a theory of why our system is susceptible to threats of the sky falling and how particular policy interventions may be successful at one time and ineffective at others.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 75.

³²² “The distress or default of the firm may have external effects on third parties. In that case the resistance of shareholders to leverage reduction that would reduce the external damage would impose an additional social cost. For example, when banks are distressed or insolvent, this often has adverse consequences for the financial system and possibly for the broader economy. In that case imposing higher equity requirements is not costly when viewed from the perspective of the economy, and could in fact be highly beneficial.”. (See Section 2 in Admati et al (2010) for a discussion of the benefit.). ADMATI, ANAT R. [ET AL.] (2012), Pág. 2.

legitimação democrática, ou pelo retorno ao modelo vigente) exacerbam o problema do risco moral (*moral hazard*).

4. LIQUIDEZ COMO UM BEM PRIVADO ADMINISTRADO PELO ESTADO

É pelo menos curioso que um conceito tão importante como a liquidez só tenha sido conceptualizado na década de 1930. O conceito relevante era o da solvência, o que faz sentido se pensarmos apenas na moeda como uma unidade de conta, neutra e cujo valor que representa é aquele dado pelos ativos reais que quantificam (como era o pressuposto tanto da *Quantity Theory* ou da *Real-Bills Doctrine*). O conceito de liquidez foi apenas individualizado e introduzido na teoria económica por Keynes³²³. A identificação deste conceito independente constitui uma inovação importante que pode diferenciar entre as situações de iliquidez e de insolvência. O conceito é também a base para a teoria da preferência de liquidez de Keynes.

Depois de Keynes ter individualizado o conceito, os balanços dos agentes económicos podem ser descritos de acordo com quatro situações distintas: solventes e líquidos; insolventes e ilíquidos; líquidos, mas insolventes; ou insolventes mas líquidos. Estes estados dos balanços descrevem momentos diferentes de fragilidade, de acordo com a descrição de Minsky.

Do ponto de vista jurídico, parece não existir um conceito específico de liquidez como um bem público nos termos da lei. Pelo menos de forma explícita, sendo possível presumi-lo pela regulação financeira e pela função de *Lender of Last Resort*. Essa omissão parece ser uma dificuldade para o tratamento completo do problema.

Por conseguinte, e como já foi descrito no capítulo 1, a regulação e o quadro institucional existente na GFC baseavam-se principalmente no objetivo da solvabilidade e nas regras destinadas a mitigar a criação de riscos de solvabilidade. A GFC demonstrou as limitações desta perspetiva e a regulamentação começou a abordar as preocupações de liquidez com bastante mais detalhe. Essas alterações serão descritas no capítulo 5.

A proposta deste capítulo consiste em compreender a natureza económica da liquidez e a sua relação com a moeda, os preços e a estabilidade financeira. Posteriormente, e com base na análise económica, descrever a natureza legal e os princípios decorrentes da gestão pública

³²³ "If one looks at the older " practical " books on money and finance it seems quite hard to find an example of the use of the word liquidity. (I have not done all the research on this that I should, but that is certainly the impression that one gets from a casual examination.) The point at which it seems to come in is in the early 'thirties, at the time of the Macmillan Report and of the major works of Keynes. I would suggest that there is a good deal of evidence that it is a Keynesian word: that it would never have had the career that it has if it had not been for the use that Keynes made of it. It is one of the words that have come out of economic discussion into practical affairs. ". HICKS, J. R. (1962), Pág. 788.

da liquidez (proposta normativa). Mais especificamente, qual o papel do Estado na gestão do ativo líquido e da liquidez; e quais os princípios que devem conduzir a sua conduta.

4.1 Descrição económica da “liquidez”

Talvez porque não existisse até Keynes, a liquidez é uma palavra polissémica³²⁴, usada para descrever diferentes situações. De acordo com a proposta de Keynes, a liquidez será apresentada como o reencontro das características da “*realização a curto prazo*” de um ativo, “*sem perda de valor*” do mesmo.

A característica de “*sem perda de valor*” está relacionada com o diferente efeito do tempo sobre o valor de ativos distintos³²⁵. Para cada ativo, existe um prémio aplicável (a taxa de desconto) que é a diferença entre o valor à vista e o valor futuro do ativo (considerados os custos de carregar o ativo que lhe são aplicáveis)³²⁶. Consequentemente, um ativo líquido é

³²⁴ “I must not be misunderstood. I am not for a moment maintaining that there do not exist related words that have a long business history. It was centuries ago (so we are told by the O.E.D.) that the first firm went into liquidation. It was in the nineteenth century that bankers were foolish enough to believe that bills were self-liquidating. But I doubt if it was before the 1930s that bankers (and presumably accountants?) began to talk about liquid assets; and it certainly seems wonderful (now) how much monetary discussion could go on without the word liquidity ever being mentioned. But turn to the Macmillan Report. Most of the discussion in that Report proceeds on the old lines, but there is one notable passage 1 where liquidity and its congeners (liquid resources, liquid assets) begin to flow all over the vocabulary. Can one doubt who is responsible for that passage? There are many ways in which it has his hall-mark upon it. And then look back at the Treatise on Money, published a year earlier. The terminology of the Treatise is just a bit too liquid. There is a very important definition of liquid assets (written, it should be noticed, in quotes-the term is not supposed to be familiar); but there are also monstrosities like liquid capital (meaning inventories, not anything which anywhere else would be regarded as liquid) and even (I almost blush to mention it) liquid output. We are here, it can hardly be questioned, in at the birth. But liquidity is already showing its dangerous tendency to be slippery in meaning; the Treatise, wonderful work as it is in so many ways, is in this, as in some others, a warning.”. Idem, *ibidem*, Pág. 788 e 789.

³²⁵ “The money-rate of interest—we may remind the reader—is nothing more than the percentage excess of a sum of money contracted for forward delivery, e.g. a year hence, over what we may call the ‘spot’ or cash price of the sum thus contracted for forward delivery. It would seem, therefore, that for every kind of capital-asset there must be an analogue of the rate of interest on money. For there is a definite quantity of (e.g.) wheat to be delivered a year hence which has the same exchange value to-day as 100 quarters of wheat for ‘spot’ delivery. If the former quantity is 105 quarters, we may say that the wheat-rate of interest is 5 per cent per annum; and if it is 95 quarters, that it is minus 5 per cent per annum. Thus for every durable commodity we have a rate of interest in terms of itself;—a wheat-rate of interest, a copper-rate of interest, a house-rate of interest, even a steel-plant-rate of interest. The difference between the ‘future’ and ‘spot’ contracts for a commodity, such as wheat, which are quoted in the market, bears a definite relation to the wheat-rate of interest, but, since the future contract is quoted in terms of money for forward delivery and not in terms of wheat for spot delivery, it also brings in the money-rate of interest.”. KEYNES, JOHN MAYNARD (2017), Pág. 192.

³²⁶ “Let us consider what the various commodity-rates of interest over a period of (say) a year are likely to be for different types of assets. Since we are taking each commodity in turn as the standard, the returns on each commodity must be reckoned in this context as being measured in terms of itself. There are three attributes which different types of assets possess in different degrees; namely, as follows: (i) Some assets produce a yield or output *q*, measured in terms of themselves, by assisting some process of production or supplying services to a consumer. (ii) Most assets, except money, suffer some wastage or involve some cost through the mere passage of time (apart

aquele que pode ser vendido a qualquer momento, inclusive no *curto prazo*, sem perda no seu valor contabilístico. De facto, não há diferença entre a sua realização no longo ou no curto prazo³²⁷.

Embora sendo importante para caracterizar a liquidez, a capacidade de comercialização do ativo não pode, por si só, ser considerada liquidez. Aqui reside a verdadeira diferença entre liquidez e mera fluidez (distinção feita ao longo deste trabalho). A *marketability* (fluidez) pode ser confundida com liquidez, por exemplo, nas transações de valores mobiliários. Esses ativos também podem ser vendidos no curto prazo e quase sem perda de valor (desconto), em condições normais de mercado. Isto dá a esses ativos uma aparência de liquidez, o que não é confirmado em condições anormais de mercado (por exemplo, crise financeira)³²⁸. A fluidez (e não liquidez) desses ativos fica evidente em circunstâncias anormais de mercado, em que o valor de um ativo ilíquido será reajustado em conformidade.

Em contraposição a esse conceito de *marketability* (fluidez), pode sustentar-se que a liquidez é uma característica apenas possuída por ativos perfeitamente comercializáveis. Isto significa que, além de alienável a qualquer tempo, o ativo mantém o seu valor intacto em quaisquer circunstâncias do mercado³²⁹.

from any change in their relative value), irrespective of their being used to produce a yield; i.e. they involve a carrying cost c measured in terms of themselves. It does not matter for our present purpose exactly where we draw the line between the costs which we deduct before calculating q and those which we include in c , since in what follows we shall be exclusively concerned with $q - c$. (iii) Finally, the power of disposal over an asset during a period may offer a potential convenience or security, which is not equal for assets of different kinds, though the assets themselves are of equal initial value. There is, so to speak, nothing to show for this at the end of the period in the shape of output; yet it is something for which people are ready to pay something. The amount (measured in terms of itself) which they are willing to pay for the potential convenience or security given by this power of disposal (exclusive of yield or carrying cost attaching to the asset), we shall call its liquidity-premium l . It follows that the total return expected from the ownership of an asset over a period is equal to its yield minus its carrying cost plus its liquidity-premium, i.e. to $q - c + l$. That is to say, $q - c + l$ is the own-rate of interest of any commodity, where q , c and l are measured in terms of itself as the standard.”. Idem, ibidem, Pág. 194 e 195.

³²⁷ “An asset may be “realisable at short notice without loss” in the sense that the price at which it is realisable at short notice is much the same as that at which it is realisable at longer notice. Or, more accurately, the length of the notice that is given does not in itself have any important effect on the price at which the asset can be sold.”. HICKS, J. R. (1962), Pág. 790.

³²⁸ “The characteristic just described is an important characteristic which is related to liquidity, but it is not (I think) liquidity. Fortunately it has a name of its own. An asset which can be sold quickly just as well (apart from ups and downs of the market) as it can be sold after negotiation and perhaps advertising is a marketable asset. Evidently there are degrees of marketability. The sacrifice which one must expect to make, merely because one desires a quick sale, may be large or small. There is nevertheless an important contrast between the things for which this loss must be expected to be significant and those for which it does not have to be expected to be significant.”. Idem, ibidem, Pág. 790.

³²⁹ “The comparison is between things, each of which is “realisable at short notice,” and concerns the terms on which they are so realisable. It does not concern the terms on which they may be realisable after negotiation. Now in the case of unmarketable (or imperfectly marketable) assets, the terms on which they can be realised at short notice are not, save in exceptional circumstances, relevant to conduct; they are not compared on that basis. But the perfectly marketable assets (which I was just describing) are compared on that basis; there is

Portanto, e em suma, a liquidez é a característica de um ativo que pode ser transacionado a qualquer momento sem perder o seu valor. O titular do ativo líquido manterá sempre um prémio em relação a outros ativos, cujo valor é determinado em referência à liquidez e pelo tempo restante em relação à maturidade ou conversão para o ativo líquido ou moeda soberana. A consideração de tal prémio é um dos impulsionadores quando um banqueiro está a fazer a sua carteira de investimentos, e não apenas o retorno. A liquidez é importante para Keynes justificar a escolha fundamental feita pelo agente de deter moeda (neste contexto, um ativo líquido) em vez de outros ativos de capital (não líquidos, ainda que fluidos em condições normais de mercado). Keynes chamou a esta opção, a preferência de liquidez: os agentes escolhem permanecer com liquidez, face a condições económicas incertas³³⁰. Se Keynes limitou esta abordagem ao caso dos banqueiros, Hicks sustenta que não há razão para que tal raciocínio não seja estendido a outros agentes económicos³³¹.

Quando os agentes fazem uma opção por liquidez, estão a adotar uma estratégia de valor. Estão a gerir a sua capacidade, atual e futura, para cumprir as suas obrigações. O agente aceita ou rejeita a ideia de que estará sujeito à incerteza futura, ao efeito do tempo, e em que grau estará sujeito a essa incerteza³³². Esta é a única razão pela qual existem descontos. Descontar é

indeed no other basis on which they can be compared. We seem therefore to be entitled to say (as a fair gloss on the Treatise definition) that liquidity is a characteristic which is only possessed by perfectly marketable assets; but that they do not possess that characteristic to the same extent.”. Idem, *ibidem* Pág. 790 e 791.

³³⁰ “All this before the General Theory, and Liquidity Preference. There are some obscurities about Liquidity even in the General Theory, but the dominant impression received by the reader is perfectly clear-cut; liquidity preference is the reason why ready money commands a premium over bills or bonds- is the cause, therefore, of the existence of a rate of interest. With the coming of Liquidity Preference, the term (for economists) was anchored; from that time on its meaning, for them, appeared to be established.”. Idem, *ibidem*, Pág. 789.

³³¹ “Any sort of financial firm would be confronted with similar alternatives, and so could have assets of various degrees of liquidity. One could think of it being faced with a 'spectrum* of such assets from which to choose, a spectrum which could be wider or narrower than that on which a bank would usually work. And having gone so far, why not go further? Why not look for liquidity elements in the decisions of all sorts of firms, and even in the management of his property by the private capitalist? So there were two directions in which the concept might be generalized—to the decisions of more sorts of choosers and between more sorts of assets.”. HICKS, J. R. (1989), Pág. 64.

³³² “But this decision having been made, there is a further decision which awaits him, namely, in what form he will hold the command over future consumption which he has reserved, whether out of his current income or from previous savings. Does he want to hold it in the form of immediate, liquid command (i.e. in money or its equivalent)? Or is he prepared to part with immediate command for a specified or indefinite period, leaving it to future market conditions to determine on what terms he can, if necessary, convert deferred command over specific goods into immediate command over goods in general? In other words, what is the degree of his liquidity-preference—where an individual's liquidity-preference is given by a schedule of the amounts of his resources, valued in terms of money or of wage-units, which he will wish to retain in the form of money in different sets of circumstances?” KEYNES, JOHN MAYNARD (2017), Pág. 143.

a técnica utilizada para ajustar o valor presente dos ativos aos efeitos do tempo e do risco sobre os seus fluxos financeiros³³³.

4.1.1 Razões para a preferência de liquidez

O principal impulsionador da procura de liquidez é a escolha do agente entre a detenção de liquidez ou o investimento de capital em projetos rentáveis³³⁴. Em condições normais, quando as expectativas estiverem ancoradas, os agentes optarão por investir em projetos rentáveis. Ou seja, os agentes têm a confiança de que o investimento irá fornecer os fluxos de caixa necessários para atender aos custos de investimento, aos custos de operação e a um prémio de risco pela aplicação. Pelo contrário, quando as expectativas não estiverem ancoradas, os agentes terão um incentivo para manter a liquidez e agir para evitar perdas e contra a incerteza.³³⁵.

³³³ "What directly matters to such a concern is not the certainty with which the outcome of any individual investment is regarded, but the certainty of the value of its portfolio as a whole. This total value may be thought of as having a probability-distribution, which is a resultant of the probability-distributions of the individual investments, weighted by the amounts. An outline of the theory which I have in mind is set out in the Appendix to this paper. As stated in the Appendix, we may usefully think of the "outcome" of an investment in liquid asset as being its expected value at the next moment at which a decision can be taken, e.g., at the next board meeting, invested in each. By changing the weights, making marginal adjustments between one investment and another, the probability-distribution of the whole may be varied. It could be taken to be a consequence of the market-ability that the probability-distributions of the individual investments are outside the control of the investor (though they will, of course, be influenced by his reading of the facts on which his judgment of them is based). It can then be shown, without difficulty, that if he were to be insensitive to the certainty of the outcome of his whole portfolio (even though recognising that the individual outcomes are not certain) he would put his whole capital into that investment which, after allowing for risk, offers the best return; but that if he is sensitive to certainty he will normally distribute his capital over a number of investments, he will "spread his risks," as investment trusts and such like bodies are observed to do. Spreading of risks, and sensitiveness to the certainty of the whole outcome, are tied up together." HICKS, J. R. (1962), Pág. 791 e 792.

³³⁴ "The demand for liquidity can be divided between what we may call the active demand which depends on the actual and planned scales of activity, and the inactive demand which depends on the state of confidence of the inactive holder of claims and assets; whilst the supply depends on the terms on which the banks are prepared to become more or less liquid. In a given state of expectation both the active and the passive demands depend on the rate of interest. So sometimes does the supply; but not necessarily, for the banking system may aim at the quantitative regulation of money without much regard to the rate. In any case, given the state of expectation of the public and the policy of the banks, the rate of interest is that rate at which the demand and supply of liquid resources are balanced. Saving does not come into the picture at all. Completed activity, whether the proceeds of it are invested or consumed, is self-liquidating and makes no further net demands on the supply of liquid resources (except, indirectly and in the long run, to the extent that the inactive demand for liquidity partly depends on the aggregate of wealth)." KEYNES, JOHN MAYNARD - (1937b), Pág. 668.

³³⁵ "A worse than "expected" outcome must be dreaded more than a better than "expected" outcome is desired. This is not because of any abstract "law of diminishing marginal utility"; it is because of the impact which such unfavourable outcomes may have upon the non-liquid elements in the situation (things that may happen on the side of liabilities or on the side of other, non-liquid, assets). Here is the motive force behind the desire for "certainty." It is this, I feel sure, which led Keynes to insert "without loss" into the definition on which I have so extensively commented; it is this which makes the definition sound reasonable, as it clearly has sounded

Esta teoria sustenta que existem três motivos para a preferência de liquidez³³⁶, sendo o ativo líquido o mais líquido de todos. O primeiro motivo é a precaução, ou seja, o agente prefere manter liquidez para atender aos seus futuros compromissos e/ou colmatar incertezas que se materializem sobre os fluxos de caixa esperados. No fundo, para enfrentar o constrangimento de sobrevivência o agente está disposto a proteger-se de quaisquer eventos imprevisíveis que possam afetá-lo.

O segundo motivo para manter a liquidez são as transações. Os agentes terão um incentivo para ter liquidez suficiente para cumprir os seus compromissos atuais e conhecidos (ao contrário do primeiro motivo que se justifica contra motivos desconhecidos).

Finalmente, o motivo especulativo, em que a existência de um mercado organizado permitirá a presença de um prémio (um lucro) para capturar na transação de ativos líquidos. O motivo especulativo foi uma inovação sobre possíveis motivos para deter ativos líquidos. O que Keynes descreve é o papel desempenhado pelos intermediários financeiros e *dealers* no mercado. Quando os *dealers* escolhem deter dinheiro em vez de outros investimentos, fazem-no porque estão a especular sobre uma possível oportunidade de lucro futuro³³⁷. Keynes sublinhou o facto de a liquidez não ser um bem livre no mercado, e por isso estar sujeito a essa

reasonable. It may nevertheless often be adequate, for the reason which I have explained, to define the degree of liquidity of a liquid asset solely in terms of the "certainty" of its expected value; and so to say, in the manner described, that a rise in Liquidity Preference is expressed in an increased valuation of "certainty" relatively to "expectation" (or mean value)." HICKS, J. R. (1962), Pág. 793 e 794.

³³⁶ *"The three divisions of liquidity-preference which we have distinguished above may be defined as depending on (i) the transactions-motive, i.e. the need of cash for the current transaction of personal and business exchanges; (ii) the precautionary-motive, i.e. the desire for security as to the future cash equivalent of a certain proportion of total resources; and (iii) the speculative-motive, i.e. the object of securing profit from knowing better than the market what the future will bring forth. As when we were discussing the marginal efficiency of capital, the question of the desirability of having a highly organised market for dealing with debts presents us with a dilemma. For, in the absence of an organised market, liquidity-preference due to the precautionary-motive would be greatly increased; whereas the existence of an organised market gives an opportunity for wide fluctuations in liquidity-preference due to the speculative-motive."* KEYNES, JOHN MAYNARD (2017), Pág. 146.

³³⁷ *"Nothing has been said directly so far about the speculative motive of Keynes. If (as Keynes often did) we regard it as an essential characteristic of money that it does not bear interest, it would seem at first sight that no money should be held under F. For these assets are held for their yield,-for the income that is expected to be derived from them, Keynes nevertheless maintained that money could be held under F for his speculative motive. This was quite a shock to some of his first readers, who had been thinking that an investor, who bought a security to order to derive an income from it, would be intending to hold it indefinitely. If he had that intention, there would be no point in holding 'barren money'. Keynes however was not thinking of that sort of investor, but of one who plans to manage his portfolio, selling and buying again as opportunity offers. There can surely be no question, when one faces the issue, that both types are types which occur. We shall need to have names for them; suitable names have already come to hand in the context of the labour market in Chapter 4. So I shall say that the one type invests solid, the other fluid."* HICKS, J. R. (1989), Pág. 67.

função e apropriação pelos agentes privados. O especulador aproveitará este facto, tomando posições sobre os efeitos do tempo no valor dos ativos³³⁸.

Os agentes que desempenham o papel de *dealers* são normalmente investidores relevantes que, devido ao volume que representam, podem executar uma estratégia de investimento fluida. Consequentemente, podem diversificar e atender aos custos de transação necessários decorrentes desse tipo de estratégia fluida. Do lado oposto, os investidores mais pequenos preferem uma estratégia mais sólida, para que possam evitar os custos de transação inerentes a essa estratégia fluida. O investidor fluido não é restringido pelo fator tempo e pelo risco futuro, uma vez que tem os recursos para mudar a sua estratégia. Enquanto o investidor com maiores constrangimentos não tem acesso a esta oportunidade.³³⁹ As relações descritas referem-se ao papel e importância já referida dos *dealers* que “fazem o mercado”, proporcionando liquidez (no sentido de fluidez) a outros agentes de mercado em troca do pagamento de um prémio. Por outras palavras, a atividade dos *dealers* permite que outros agentes adotem estratégias mais fluidas. Com algumas limitações, como será demonstrado, mas criando uma ilusão de liquidez no mercado que, na verdade, é apenas fluidez.

No final, a taxa de juro é o reflexo da escolha da preferência de liquidez dos agentes³⁴⁰. Se os agentes estiverem a especular (motivo de especulação) ou com incerteza sobre o futuro

³³⁸ “The formal reason is that time is continuous. However shortsighted speculators may be, however negligible their transaction costs, they are always speculating with an eye to the future, a future which is surely always some finite distance away. It is not good enough to say that tomorrow is future, while today is present; for that leaves room for an active speculation on differences between morning and afternoon. However short we make the 'horizon', room can always be found for something shorter. It should further be remembered that our transaction costs are partly subjective; even if objective costs are negligible, there must surely be some of those operating on the market who would prefer not to have to give their decision-making sleepless attention.”. Idem, ibidem, Pág. 70.

³³⁹ “A solid investor, though he may choose his investment with care at the moment when he makes it, can only do so in the light of what he knows at that moment. He denies himself the opportunity of changing his decision, in the light of further information available later. The fluid investor is not denied that opportunity; this to him is an advantage. Why should the former deny himself that advantage? The obvious answer is transaction costs. Every act of investment (and disinvestment) in securities ordinarily involves some costs— which may be subjective, the time and trouble involved, but may also be quite objective, brokerage charges in particular. If a portfolio is managed in a very fluid manner, these transaction costs must pile up. They have to be deducted from the gains from fluidity if there is to be a net advantage of changing over to a fluid policy. It is therefore of the first importance that there are likely to be great differences in the transaction costs that are faced by investors of different sorts. One can assert with some confidence that transaction costs, of most kinds, increase less than proportionally to the volume of funds to be invested, at least for large differences in volume. This is shown, if it needs showing, by the fact that when the portfolio is large, it pays to have specialized departments, or equivalent organizations, to do the managing; it does not pay when the portfolio is smaller. Thus it is essentially the large investor who can profitably pursue a fluid policy; it does not pay the small investor to do so. It is better for him to invest at least fairly solid.”. Idem, ibidem, Pág 68.

³⁴⁰ “In a simplified schematism, designed to elucidate the essence of what is happening, but one which is, in fact, substantially representative of real life, one would assume that “finance” is wholly supplied during the interregnum by the banks; and this is the explanation of why their policy is so important in determining the pace

(motivo de precaução), aumentarão ou diminuirão a procura de dinheiro, determinando a taxa de juro. Sob eventos de depressão, a opção de manter moeda no leque de ativos disponíveis pode até levar ao evento conhecido como a armadilha de liquidez (*Liquidity Trap*). Esta situação evidencia os limites da política monetária, mostrando episódios em que mesmo perante as taxas de juro negativas, os agentes preferem manter a liquidez³⁴¹. Como já explicado no capítulo 3, é quando a política monetária enfrenta os seus limites que a política fiscal entra para definir expectativas e aumentar o consumo e o investimento.

4.1.2 O racional económico e financeiro da pirâmide de liquidez

A noção de que a liquidez é organizada como pirâmide hierárquica já foi avançada no capítulo 3. A diferenciação baseada na liquidez dos ativos, deixa claro que existe uma escala relacionada com a conversão para o ativo líquido (*Liquidity Premium*), e que essa escala é

at which new investment can proceed. Dr. Herbert Bab has suggested to me that one could regard the rate of interest as being determined by the interplay of the terms on which the public desires to become more or less liquid and those on which the banking system is ready to become more or less unliquid. This is, I think, an illuminating way of expressing the liquidity-theory of the rate of interest; but particularly so within the field of "finance."). KEYNES, JOHN MAYNARD (1937a), Pág. 666.

³⁴¹ *"Here's how my initial argument—not that different from the debates between Keynes and Pigou—went. In the IS-LM model both the money supply and the price level enter in only one place: on the left-hand side of the money demand equation, which defines a demand for real balances $M=P$. Monetary policy and changes in the price level therefore affect aggregate demand through the same channel. And to say that increases in M were ineffective beyond some point was therefore equivalent to saying that reductions in P were ineffective in raising demand—that the aggregate demand curve looked something like AD in Fig. 2, downward-sloping over some range but vertical thereafter. And in that case even full price flexibility might not be enough to restore full employment. But as Pigou pointed out, that simply cannot be right. If nothing else, a fall in the overall price level increases the real value of the public's holdings of money, and this wealth effect will increase consumption. If the IS-LM model seems to suggest that no full employment equilibrium exists, it is only because that model does not really get the budget constraints right. And it seemed that what went for P must go for M , just as a sufficiently large fall in P would always expand the economy to full employment, so must a sufficiently large rise in M . It seemed to be a truism that increases in M always raise the equilibrium price level and hence given a downwardly inflexible price level will always increase output. To demonstrate the truth of that supposed truism, all that was needed was to write down a model that got the budget constraints right, that did not fudge the individual's decision problem. So I set out to write down the simplest such model I could. And it ended up saying something quite different. (...) What must happen in that case is that the cash-in-advance constraint ceases to be binding; in effect, some money is now held merely as a store of value, indistinguishable from bonds. And in that case any further increase in the money supply will have no effect; the economy will, in fact, be in the liquidity trap. How should one think about this case? Perhaps the first thing to say is that the proposition of monetary neutrality, as usually stated, is not quite right. We normally say that if you double the money supply you double the equilibrium price level. The correct statement is that if you double the current and all expected future money supplies, you double the current price level; a monetary expansion perceived as temporary may have no effect at all. The reason is that the economy has a maximum rate of deflation, equal to the "natural" real rate of interest. A temporary monetary expansion that tries to raise the current price level so high that it would have to be followed by deflation more rapid than this maximum rate will end up spilling over into excess, unused liquidity instead."*. KRUGMANN, PAUL (2000), Pág. 224 a 226.

determinada pelo prémio (correspondente ao desconto utilizado) decorrente da detenção de cada tipo de ativo em relação ao ativo líquido³⁴².

Naquele capítulo foram hierarquicamente listados os ativos utilizados como meios de pagamento, pelas características similares às do conceito de liquidez que detém: o ativo líquido, a moeda soberana, a moeda bancária (aquela criada pelas operações nos balanços dos bancos) e os demais ativos³⁴³.

4.1.2.1 O Ativo Líquido e a Moeda do Soberano

O ativo líquido, no atual sistema, é aquele que perfeitamente reflete as características da liquidez. Este ativo líquido foi definido na introdução. Desde 1973, e apesar de não estar mais vinculado ao ouro, o dólar norte-americano continua a ser o principal elemento do ativo líquido, composto por outras moedas soberanas relevantes³⁴⁴.

³⁴² “There is, clearly, no absolute standard of 'liquidity' but merely a scale of liquidity—a varying premium of which account has to be taken, in addition to the yield of use and the carrying-costs, in estimating the comparative attractions of holding different forms of wealth. The conception of what contributes to 'liquidity' is a partly vague one, changing from time to time and depending on social practices and institutions. The order of preference in the minds of owners of wealth in which at any given time they express their feelings about liquidity is, however, definite and is all we require for our analysis of the behaviour of the economic system.”. KEYNES, JOHN MAYNARD (2017), Pág. 207.

³⁴³ “In the first place, money is especially well adapted to constitute the substance of a generic obligation. Whereas the fungibility of nearly all other economic goods is more or less circumscribed and is often only a fiction based on an artificial commercial terminology, that of money is almost unlimited. Only that of shares and bonds can be compared with it. The sole factor that could possibly prevent any of these from being completely fungible is the difficulty of subdividing their separate units; and various expedients have been adopted, which, at least, as far as money is concerned, have entirely robbed this difficulty of all practical significance. A still more important circumstance is involved in the nature of the function that money performs. A claim that money may be transferred over and over again in an indefinite number of indirect exchanges without the person by whom it is payable ever being called upon to settle it. This is obviously not true as far as other economic goods are concerned, for these are always destined for ultimate consumption. The special suitability for facilitating indirect exchanges possessed by absolutely secure and immediately payable claims to money, which we may briefly refer to as money-substitutes, is further increased by their standing in law and commerce.”. MISES, LUDWIG VON (2013), Pág. 50.

³⁴⁴ “Of course, all of this could in principle be done entirely onshore, as indeed it was in the glory days of Bretton Woods. In those days the United States was in effect bank of the world, borrowing short in dollars and lending long in dollars, providing both liquid balances and capital funding to the rest of the world (Depres, Kindleberger, Salant 1966). But both the US and the rest of the world became anxious about this system, as the resulting external liquid exposures grew to exceed domestic gold reserves. And so the fixed exchange system established at Bretton Woods came to an end in 1971-1973, but perhaps the most important consequence of that end was to make the nascent offshore Eurodollar system even more important. As that system continued to develop, more and more non-dollar currencies, having cut loose from the Bretton Woods fixed rate system, got linked into the new system by means of an elaborate mechanism of foreign exchange.”. MEHRLING, PERRY (2015), Pág. 9 e 10.

A moeda soberana, por sua vez, tem o melhor prêmio de liquidez dos demais ativos³⁴⁵. A razão para tal está relacionada com a conexão (já descrita no capítulo 3) entre a moeda soberana e o poder político (que reside no ente soberano), e que determina o seu curso legal e poder liberatório, a sua aceitação geral como padrão de conta, a escassez relativa, e relação direta de valor com o ativo líquido (convertibilidade)³⁴⁶.

³⁴⁵ “It is characteristic of instrumental capital (e.g. a machine) or of consumption capital (e.g. a house) which is in use, that its yield should normally exceed its carrying cost, whilst its liquidity-premium is probably negligible; of a stock of liquid goods or of surplus laid-up instrumental or consumption capital that it should incur a carrying cost in terms of itself without any yield to set off against it, the liquidity-premium in this case also being usually negligible as soon as stocks exceed a moderate level, though capable of being significant in special circumstances; and of money that its yield is nil and its carrying cost negligible, but its liquidity-premium substantial. Different commodities may, indeed, have differing degrees of liquidity-premium amongst themselves, and money may incur some degree of carrying costs, e.g. for safe custody. But it is an essential difference between money and all (or most) other assets that in the case of money its liquidity-premium much exceeds its carrying cost, whereas in the case of other assets their carrying cost much exceeds their liquidity-premium.”. KEYNES, JOHN MAYNARD (2017), Pág. 195 e 196.

³⁴⁶ “In attributing, therefore, a peculiar significance to the money-rate of interest, we have been tacitly assuming that the kind of money to which we are accustomed has some special characteristics which lead to its own-rate of interest in terms of itself as standard being more reluctant to fall as the stock of assets in general increases than the own-rates of interest of any other assets in terms of themselves. Is this assumption justified? Reflection shows, I think, that the following peculiarities, which commonly characterise money as we know it, are capable of justifying it. To the extent that the established standard of value has these peculiarities, the summary statement, that it is the money-rate of interest which is the significant rate of interest, will hold good. (i) The first characteristic which tends towards the above conclusion is the fact that money has, both in the long and in the short period, a zero, or at any rate a very small, elasticity of production, so far as the power of private enterprise is concerned, as distinct from the monetary authority; (...). Money, that is to say, cannot be readily produced;—labour cannot be turned on at will by entrepreneurs to produce money in increasing quantities as its price rises in terms of the wage-unit. In the case of an inconvertible managed currency this condition is strictly satisfied. But in the case of a gold-standard currency it is also approximately so, in the sense that the maximum proportional addition to the quantity of labour which can be thus employed is very small, except indeed in a country of which gold-mining is the major industry. Now, in the case of assets having an elasticity of production, the reason why we assumed their own-rate of interest to decline was because we assumed the stock of them to increase as the result of a higher rate of output. In the case of money, however—postponing, for the moment, our consideration of the effects of reducing the wage-unit or of a deliberate increase in its supply by the monetary authority—the supply is fixed. (...). (ii) Obviously, however, the above condition is satisfied, not only by money, but by all pure rent-factors, the production of which is completely inelastic. A second condition, therefore, is required to distinguish money from other rent elements. The second differential of money is that it has an elasticity of substitution equal, or nearly equal, to zero which means that as the exchange value of money rises there is no tendency to substitute some other factor for it;—except, perhaps, to some trifling extent, where the money-commodity is also used in manufacture or the arts. This follows from the peculiarity of money that its utility is solely derived from its exchange-value, so that the two rise and fall *pari passu*, with the result that as the exchange value of money rises there is no motive or tendency, as in the case of rent-factors, to substitute some other factor for it. (...). (iii) Thirdly, we must consider whether these conclusions are upset by the fact that, even though the quantity of money cannot be increased by diverting labour into producing it, nevertheless an assumption that its effective supply is rigidly fixed would be inaccurate. In particular, a reduction of the wage-unit will release cash from its other uses for the satisfaction of the liquidity-motive; whilst, in addition to this, as money-values fall, the stock of money will bear a higher proportion to the total wealth of the community. (...). Moreover, if this were not so, the position might be worse rather than better; because, if money-wages were to fall easily, this might often tend to create an expectation of a further fall with unfavourable reactions on the marginal efficiency of capital. (...). (c) Thirdly, we come to what is the most fundamental consideration in this context, namely, the characteristics of money which satisfy liquidity-preference. For, in certain circumstances such as will often occur, these will cause the rate of interest to be insensitive, particularly below a certain figure], even to a substantial increase in the quantity of money in proportion to other forms of wealth. In other words, beyond a certain point money's yield

No passado, a moeda soberana refletia uma regra de conversão ao ouro. A dicotomia entre ativo líquido e moeda soberana punha-se em termos semelhantes, porque ambas (pelo menos em regra, pois ocorriam periodicamente eventos de abandono de conversão) tinham o mesmo substrato de valor (o ouro). Atualmente, sendo a moeda soberana fiduciária (*fiat money*) esta relação entre a moeda soberana, na ordem interna, e o ativo líquido, na ordem internacional, persiste como absolutamente central³⁴⁷. Neste mundo, dois tipos de liquidez devem ser distinguidos: a liquidez interna³⁴⁸ e liquidez internacional.

Na liquidez interna, a moeda soberana tende a desempenhar o papel que o representa o ativo líquido na esfera internacional. Mas essa é uma ficção, e não corresponde totalmente à realidade, já que nenhuma jurisdição é uma ilha isolada. Para interagir com o resto do mundo, o Estado e seus cidadãos necessitam de adquirir ativo líquido. Por isso, para a liquidez internacional, alguma outra moeda (provavelmente alguma das que compõe o ativo líquido) será a relevante para as transações internacionais³⁴⁹.

from liquidity does not fall in response to an increase in its quantity to anything approaching the extent to which the yield from other types of assets falls when their quantity is comparably increased. In this connection the low (or negligible) carrying-costs of money play an essential part. (...). The readiness of the public to increase their stock of money in response to a comparatively small stimulus is due to the advantages of liquidity (real or supposed) having no offset to contend with in the shape of carrying-costs mounting steeply with the lapse of time. In the case of a commodity other than money a modest stock of it may offer some convenience to users of the commodity.”. Idem, ibidem, Pág. .

³⁴⁷ “*In the days of the classical Gold Standard, with gold coin in circulation, national money and international money were effectively the same; identically the same theory could therefore be applied (apart from verbal changes) whether it was intra-national or international payments that were in question. Foreign exchanges were simply a matter of the transmission of money from one place to another. There could then be no special problem of International Liquidity, though there might indeed be a general problem of Liquidity, with a bearing upon Inflation and Deflation.*”. HICKS, J. R. (1962), Pág. 797.

³⁴⁸ “*All that has been done so far is to discuss the meaning of Liquidity in an intra-national context. Though I have not had occasion to call attention to this limitation, it has in fact always been present. It has crept in through our tacit assumption that there does always exist some money, which is generally acceptable as a means of payment, and in terms of which other assets are (more or less) realisable. In modern times, save in conditions of extreme monetary disorder, that assumption is valid within national frontiers. Internationally, however, it cannot be taken for granted; it may be valid or it may not.*”. Idem, ibidem, Pág. 797.

³⁴⁹ “*International liquidity is required because of the debts that are expressed (and have ultimately to be paid) in foreign money. So long as foreign moneys (or the most part of foreign moneys) are expected to be stable in terms of gold, gold will serve as the internationally liquid asset. The " semi-gold-standard " condition, which I have just been describing, is one in which foreign currencies are (on the whole) expected to be stable in gold value, while the national currency cannot, in all relevant eventualities, be expected to be stable (or convertible). (...) The other case is that of floating exchanges, in which the gold value of foreign moneys may go either way. Though this condition has occasionally been approached, it has never been fully realised-in the sense that it has been taken for granted as anything more than a very temporary condition. Perhaps it never could be fully realised. For if it were, gold would lose its status as an internationally liquid asset; there would be no more point in holding gold, for the sake of liquidity, than in holding anything else. The only kind of asset which could be held for the sake of international liquidity would be foreign exchange-claims on foreigners expressed in foreign currencies.*”. Idem, ibidem, Pág. 798.

4.1.2.2 A Moeda bancária

A moeda bancária é o ativo mais utilizado para a realização de transações na economia. Esta moeda reflete a capacidade dos intermediários bancários criarem meios de pagamento pela concessão de crédito.³⁵⁰ A sua base é o contrato estabelecido entre o intermediário bancário e o cliente (por exemplo, o contrato de depósito).

Por ter base contratual e não decorrer do poder soberano, esta moeda não tem curso legal e nem poder liberatório. Assim, o seu valor enquanto meio de pagamento baseia-se na promessa de crédito formulada pelo intermediário bancário. Constitui-se assim como crédito, e não moeda ou moeda soberana. No entanto, é uma promessa de crédito qualificada por ser formulada por um intermediário que participa no sistema bancário³⁵¹.

4.1.2.3 Outros ativos

No final da hierarquia estão todos os outros instrumentos utilizados como meio de pagamento. Estes seriam todos demais ativos (eles próprios observando a sua própria hierarquia, conforme refletida nas diferentes taxas de desconto aplicadas a cada um deles). Note-se, no entanto, que, embora sendo usados como moeda soberana ou bancária e meio de pagamento, estes ativos já não são moeda soberana ou bancária. São ativos parecidos com esses, pois os mercados podem tratá-los como tal. No entanto, e como na moeda bancária,

³⁵⁰ “About 97% of all circulating money is bank money. Bank money (*monnaie scripturale* in French, *Buchgeld* in German – these terms better indicate its nature) is a monetary debt that is based on the special contractual bank-customer relationship. The relevant criterion for establishing a bank-customer relationship is the existence of an account with the bank. It is irrelevant whether the account is in credit or overdrawn and what type of account it is. There is some discussion if and under which circumstances somebody can be customer of a bank if he does not have an account with that bank, but this is unimportant here: there is only bank money where there is a bank account. Bank money is a debt held in a bank account, the amount of which is expressed in figures in the books of the bank, nowadays exclusively in the bank’s computer system. Bank money is of course an exemplary form of dematerialised property. We will see later that ‘bank money’ is also the principal example of ‘credit’: they are the same.”. RAHMATIAN, ANDREAS (2020), Pág. 23.

³⁵¹ “The main difference between bank money and money ‘in specie’ or cash (notes and coins) is that cash does not presuppose a contractual relationship between the holder of the cash and a bank, while bank money does. Otherwise the difference in the nature of these two types of money is very slight: both are debts, only that cash is notionally a debt of the government to its central bank, 147 while bank money is a debt of the bank to its customer, and the social reifier of cash is printed paper and metal, and in case of bank money an accounting entry, a line printed on a bank account statement, so hardly any reifier at all: it is ‘scripted money’ or ‘book money’. But the legal relevance of the statement of account underlines its function as social reifier and proof of the debt in question.”. Idem, *ibidem*, Pág. 23 e 24.

incorporaram um elemento de crédito que não pode ser ignorado³⁵², refletido na técnica de desconto em relação ao ativo líquido. Já em relação à moeda bancária, e apesar de ambos serem formas de crédito, a diferença está no facto de o intermediário bancário participar do sistema bancário (como anteriormente referido).

Os ativos decorrentes do *shadow banking* deveriam inserir-se nesta última categoria. Ou seja, deveriam situar-se na base da pirâmide. No entanto, encontram-se numa zona cinzenta: pela sua relação com o sistema bancário (como referido no capítulo 2), parecendo beneficiar-se indiretamente do suporte do mesmo. Por isso, poderia dizer-se que estaria numa zona intermediária na pirâmide, abaixo do nível da moeda bancária, mas acima dos demais ativos. No entanto, e formalmente, não são moeda bancária, apesar do risco de que confundirem com ela.

4.1.3 Liquidez e o suporte do Estado

A pirâmide descrita não é estática, mas fluída. Seguindo o ciclo económico, expande a sua base com a expansão do crédito (utilizado como meio de pagamento) durante a fase de crescimento económico. Depois, na contração económica, a sua base também se contrai para refletir as novas condições de mercado. Este movimento reflete um “voo para a qualidade”, entendendo-se por qualidade, a liquidez ou melhora da relação de convertibilidade para a liquidez: os instrumentos de crédito que são de facto utilizados como meio de pagamento, durante a expansão, deixam de ser aceites como se tivessem essa condição quando agentes procuram um porto de valor mais seguro. Numa simples contração económica, os agentes procurarão o ativo líquido e a moeda soberana. Numa contração económica que inclua uma crise financeira (causada, por exemplo, por problemas de inflação e/ou pagamentos externos), buscarão principalmente o ativo líquido. Na primeira situação revela-se a noção de hierarquia entre as garantias de liquidez no sistema de pagamentos. Na segunda situação, expõem-se adicionalmente os limites da *State Theory of Money*.

³⁵² “The purchaser of a bill is, in effect, making a loan to the issuer; he is willing to lend, in this form, because he is assured, and those who have guaranteed the bill are also assured, that the loan, when the time comes, will be repaid. Bills have usually run for quite short periods, at the most for a year or so; it is easy to see that such a method of finance is peculiarly suitable for commercial enterprises, the capital employed in which is turned over quite fast. The lender has just to wait until the ‘ship comes home’. Even before that happens, the bill is represented by the cargo, or some part of it, so that the lender can think of himself as entitled to something more than a promise; indeed, as we saw, he has something against which he can exercise a legal claim. But it is surely the fact that the bill is guaranteed by people who are known to the lender, people who are within his ‘circle’, that gives him better security.” HICKS, J. R. (1989), Pág. 52.

Para compreender como a pirâmide fluí, é preciso recordar o conceito de fluidez e o papel dos *dealers* no mercado. Nos bons tempos de mercado, na linguagem de Minsky, quando a economia passa do financiamento estável para o financiamento especulativo, a fluidez é aumentada por aqueles agentes capazes de ter essa estratégia. Nesta fase, a liquidez confunde-se com a convertibilidade (*marketability*) e parece um bem não-económico (sendo quase livremente disponível). Esta é a fase de criação das *Manias*, a passagem da estabilidade para instabilidade em que os meios de pagamento disponíveis aumentam.

Só quando as incertezas se acumulam e as expectativas ficam desancoradas, uma vez que os fluxos financeiros não se confirmam ou aumentam o risco de não se virem a confirmar (e o valor dos ativos é ajustado correspondentemente) é que é evidente que a liquidez não é convertibilidade e que também é um bem não-económico. Fica claro que há um prémio associado à liquidez³⁵³. O elemento de crédito de certos meios de pagamento revela-se.

A intermediação financeira utiliza e cria uma maior e complexa variedade de ativos semelhantes ao ativo líquido e à moeda soberana como meio de pagamento. Essa confusão afeta tanto a base da pirâmide como a relação de conversão entre o ativo líquido e a moeda soberana³⁵⁴. Isto aumenta a complexidade do mercado e torna ainda mais difícil definir o que é a moeda (num sentido genérico) na pirâmide de meios de pagamento. Estas transações privadas não são apenas entre intermediários financeiros, mas envolvem também contrapartes de natureza distinta (não-financeira)³⁵⁵. Muitas destas transações fazem, de facto, parte do modelo

³⁵³ “I accept that modern ‘financial innovation’ has given stock markets great fluidity. But if that fluidity was perfect—certainly if it was always perfect—they would not work in the way we find them doing. A bull market might go on creeping upwards, with fluid investors continually making profits, until it had reached a level which anyone with a longer horizon could see straight off was just silly. But as long as there was a balance of optimist buyers over pessimist sellers it could go on rising”, it would not turn until the balance turned the other way, AH that is consistent with perfect fluidity, It is also consistent with perfect fluidity that the fall, once it came, should be sharp. For everyone would be trying to get out at once. As long as such fluidity remained dominant, the fall would continue. It must continue, under perfect fluidity, until all the securities traded, had become waste paper. But even in the most free and most sophisticated market, that does not happen.”. Idem, *ibidem*, Pág. 70 e 71.

³⁵⁴ “The central institution of the world liquidity system is the offshore Eurodollar market. Here surplus agents accumulate dollar balances in the form of private bank liabilities, and deficit agents borrow dollars to meet present settlement obligations by committing to future settlement obligations. Banks that find themselves with net fund inflow can lend the excess to other banks that find themselves with net fund outflow, and the price of this wholesale borrowing and lending is LIBOR, the London Interbank Offer Rate (now undergoing some institutional change). The reserves of the Eurodollar system are deposits in other banks in New York which themselves have access to the Fed Funds market and ultimately the Fed’s discount window, but the whole idea of the system is to operate without having to call on those reserves. To achieve this, offshore banks take seriously the maturity dates of both their liabilities and their assets, and use forward transactions of various kinds to match anticipated cash inflows and cash outflows so that the net is zero. Matched book is the name of the game, and matched book in dollars.”. MEHRLING, PERRY (2015), Pág. 9.

³⁵⁵ “In a multiple currency world, deficit agents and surplus agents may well neither of them operate domestically in dollars, but nevertheless use the Eurodollar system to make payments to one another. Both

de *shadow banking*, que tem um papel crucial tanto na fase de expansão da pirâmide, como na sua fase de retração. Beneficiando da existência de um *backstop* público para garantir ou melhorar a sua promessa de crédito, os instrumentos disponibilizados por este modelo desempenham um papel fundamental na expansão dos meios de pagamento. Um exemplo é o papel do FED no mercado privado de *Eurodollar*, garantindo (ainda que implícita e indiretamente) as promessas de crédito formuladas neste mercado³⁵⁶. Em suma, a tensão entre incentivos privados, arbitragem regulatória e objetivos coletivos também se manifesta aqui³⁵⁷.

Quando os *dealers* saem do mercado, a única forma de evitar a depressão é a já descrita função de credor de último recurso (*Lender of Last Resort*). O *backstop* público destina-se a manter determinados níveis de liquidez e convertibilidade no mercado, e assim limitar os resultados da fragilidade criada (evitar a depressão e deflação).

O que resulta da observação desta dinâmica, é que a disponibilidade de liquidez resultante da gestão das disponibilidades de ativo líquido deve ser economicamente considerada

therefore rely on connections between their own domestic money markets and world Eurodollar market to facilitate needed payments. Specifically, forward exchange allows hedging of unwanted FX risk exposure, both for non-financial clients and for domestic banking systems. In financially underdeveloped economies, forward exchange is typically a job for the central bank. In more developed economies, it is a job for markets and that means profit-seeking banks who match book as well as they can while relying on speculators to absorb (for a price) the net mismatch.”. Idem, *ibidem*, Pág. 11.

³⁵⁶ “In general, this system works efficiently to absorb liquidity shocks from whatever source, by expanding and contracting quantities of credit outstanding, while also shifting spot and forward rates, i.e. both quantities and prices. In effect, the Fed operates as a backstop for this flexible offshore private liquidity system, but that backstop is indirect. The direct backstop is onshore, where the Fed intervenes daily with the object to stabilize the domestic interbank Fed Funds rate around an announced policy target, and provides discount facilities at rates away from the market for deficit agents who are for any reason unable to find willing private lenders. Usually that indirect backstop is enough because, I repeat, the whole idea of the Eurodollar system, including now the speculative private dealers as an integral part of that system, is to operate without the central bank balance sheet.”. Idem, *ibidem*, Pág. 10.

³⁵⁷ “From a money view perspective, the so-called shadow banking system was only one part of a larger integrated system in which funding liquidity in the money market was translated into market liquidity in the capital market. But that is not how matters looked to most people. The very term shadow bank reveals how the new market-based credit system was viewed initially (and still is viewed) from the perspective of the traditional bank-based credit system. In partial defense of that popular view, it is certainly true that the new system emerged out of the traditional system, and also relied symbiotically-some might say parasitically-on ties with that system. Moreover, those ties turned out to be crucial during the crisis, since, when the shadow banking system collapsed, it collapsed first onto the traditional banking system. Only when the resulting load proved too heavy for the traditional banking system to bear did the system of government backstops come into play, a system of backstops that had never been intended to support the market-based system. Thus the government wound up supporting the new system Indirectly and unintentionally, rather than directly and on purpose. Instead of putting a floor under the new market-based credit system, the government has been intervening to prop up and restore the old bank-based credit system. One consequence has been to raise the prospect that the market-based system might have been nothing more than a temporary aberration, and that it might be possible (even desirable) to roll back history to an earlier and simpler time. This is wishful nostalgia for a world that never was, nostalgia for the Jimmy Stewart banking of blessed holiday memory; but nostalgia is a powerful force and we neglect its influence on our thinking at our peril.”. MEHRLING, PERRY (2011), Pág. 117.

como um bem privado distribuído publicamente³⁵⁸. O ativo líquido é naturalmente escasso e de consumo concorrente e, por isso, a gestão da liquidez tem as limitações daí decorrentes. O motivo pelo qual o ativo líquido é gerido e a liquidez distribuída pelo Estado, é por ser este um meio mais eficiente a sua distribuição monopolista. Especialmente em situações crise, onde a característica de escassez se acentua. Em condições normais de mercado, o fornecimento da convertibilidade é implementado pelos *dealers* privados e pelo Estado. Mas, em condições de mercado altamente voláteis de uma crise financeira, a gestão da liquidez é apenas fornecida pelo Estado (em razão do poder soberano e da detenção do ativo líquido).

Quando as autoridades monetárias o fazem, esperam dar confiança e incentivos aos *dealers* para retomar a normalidade no mercado e estabilizar as condições do mesmo. Dito de outra forma, para que estes continuem a “fazer o mercado” (*make the market*) oferecendo convertibilidade aos agentes de mercado.

Neste sentido, a intervenção do Estado (usualmente pela utilização da regulação e da supervisão) serve para evitar a criação excessiva de meios de pagamento em momentos de crescimento do ciclo, especialmente de moeda bancária, por um lado; e a intervenção pela função de *Lender of Last Resort* atua para manter a relação de convertibilidade em momentos de depressão do ciclo, por outro, evitando a deflação de preços. Ambas as formas e momentos de intervenção são duas faces de um mesmo objeto. Objetivo é defender as condições de liquidez e convertibilidade da moeda soberana com o ativo líquido, de acordo com metas variadas; mas eventualmente não simultâneas e, até, excludentes. Na perspetiva económica gerir a liquidez é ponderar a utilização das disponibilidades do ativo líquido tendo em conta objetivos privados (obtenção de lucro dos intermediários financeiros, disponibilização de meios de pagamento) e objetivos coletivos (contenção da formação de fragilidades, manutenção do nível de preços). O equilíbrio desta ponderação depende de objetivos políticos e jurídicos. O acima descrito consiste na função de gestão da liquidez e do ativo líquido pelo Estado.

4.2 Descrição jurídica da “liquidez” como bem gerido pelo Estado

³⁵⁸ “The unavoidable intervention by central banks in collateral crises makes liquidity a public good. The liquidity provided by central banks works because it is unlimited, hence it is non-rival and no-one can be credibly excluded from it when there is a systemic crisis. Setting the price of public goods is always difficult, but pricing a liquidity put can be a daunting task.”. PACCES, ALESSIO M. ; NABILOU, HOUSSEIN (2017), Pág. 23.

Se na perspectiva económica o bem privado liquidez é gerido pela administração pública da coletividade, isso equivale a dizer, na visão jurídico-política, que a gestão da liquidez e do ativo líquido se fazem dentro de um enquadramento jurídico próprio.

Por esse motivo, e numa perspectiva jurídica, tanto o ativo líquido como as condições de liquidez dele decorrente são um bem público (*lato sensu*, satisfazendo necessidades coletivas e individuais a preço igual ou superior ao custo, mas inferior o que se praticaria no mercado) por estar sujeito à administração do Estado³⁵⁹.

Para a formulação desse regime, as considerações económicas são fundamentais. Mas elas não são as únicas relevantes para o tratamento jurídico e político do problema. Considerações como as de equidade e distribuição, igualdade de iniciativa e tratamento, estabilidade financeira, soberania, desenvolvimentos económicos, entre outras, deverão ser considerados nessa gestão³⁶⁰.

Mais uma vez, e também na perspectiva jurídica, o problema coloca-se na contraposição entre incentivos privados dos intermediários financeiros, e a tutela dos objetivos coletivos pelo Estado através do direito³⁶¹. A função do direito, enquanto elemento ordenador da gestão do ativo líquido e da liquidez, é absolutamente fundamental num Estado de Direito Democrático:

³⁵⁹ “Conclui-se, pois, que a passividade no consumo leva o Estado a produzir três categorias de bens: a) bens que só satisfazem necessidades colectivas; b) bens que satisfazem, além de necessidades colectivas, necessidades individuais gratuitamente ou a preço inferior ao custo; c) bens que satisfazem, além das necessidades colectivas, necessidades individuais a preço igual ao custo, ou a preço superior ao custo, mas inferior ao que no mercado se estabeleceria caso a oferta coubesse às empresas privadas. Os bens produzidos pelo Estado e que satisfazem as necessidades colectivas são sempre bens públicos. Simplesmente, acabámos de ver que muitos desses bens satisfazem ao mesmo tempo necessidades de satisfação activa. Daí que se possa distinguir entre bens públicos propriamente ditos: os que se limitam a satisfazer necessidades colectivas, e bens semipúblicos: os que satisfazem as duas ordens de necessidades.”. TEIXEIRA RIBEIRO, JOSÉ JOAQUIM (1997), Pág. 27 e 28.

³⁶⁰ “Resta acrescentar, contudo, que quem decide sobre a existência de necessidades colectivas e sobre a conveniência da sua satisfação é o Estado, ou melhor, são os órgãos do Estado que exercem o poder político, são as assembleias representativas e o Governo. Ora, esses órgãos do Estado reflectem a força dos movimentos, correntes ou partidos políticos dominantes, os quais defendem os interesses dos respectivos grupos ou classes sociais. É praticamente certo, pois, que as decisões tomadas pelo Estado nunca traduzem a opinião de todos os habitantes do país. E quer traduzam a opinião da maioria ou a opinião da minoria dos habitantes, são sempre decisões impostas aos que a uma ou outra não pertencem. Significa isto dizer que a escolha das necessidades colectivas a satisfazer pelo Estado é uma decisão de carácter eminentemente político, obedecendo a critérios variáveis de época para época, consoante a força relativa dos grupos e classes sociais; e que, por isso mesmo, é uma decisão que pode corresponder à vontade de muitos ou só de alguns.”. Idem, ibidem, Pág. 28.

³⁶¹ “The modern dilemma is that we are left with a massive resource-using, financial-banking structure that has a functional purpose quite different from that which is widely accepted. The system in existence emerged from a historical process, the characteristics of which were partially appropriate for a monetary standard defined in terms of some commodity base, but which, ultimately, make no sense under a fiat system.”. BUCHANAN, JAMES M. (2010), Pág. 251 e 252.

tanto no ordenamento da esfera privada³⁶², como no ordenamento da esfera pública³⁶³. Esses fatores estarão na gênese das escolhas jurídico-políticas sobre a intervenção na intermediação financeira (i) as funções de regulação, supervisão e imposição de medidas financeiras, e (ii) as funções de *Lender of Last Resort*.

O Estado regula e supervisiona para defender a sociedade dos efeitos económicos prejudiciais (externalidades negativas) que os intermediários financeiros podem ter no ativo líquido e na sua gestão. O Estado assume as funções de *Lender of Last Resort* para garantir a liquidez e convertibilidade em situações de crise. O que se vai tentar aclarar neste título são os motivos e os termos em que desempenha essas funções.

4.2.1 As indefinições sobre o regime jurídico da gestão da liquidez

No regime prévio à GFC e, de certa forma, ainda hoje (como se verá no capítulo 5), quatros problemas parecem existir em relação à intervenção do Estado para a gestão do ativo líquido e das condições de liquidez. Em primeiro lugar, o propósito de se regular. Em segundo lugar, os efeitos internos e internacionais da regulação. Em terceiro lugar, a ponderação dos objetivos almejados. Em quarto lugar, a importância da questão institucional sobre quem tem o poder de determinar a forma de intervenção.

4.2.1.1 Porque se regulam e supervisionam as atividades dos intermediários financeiros?

Historicamente, como se viu no capítulo 1, a intermediação bancária nasceu e desenvolveu-se como atividade privada. Fora intervenções pontuais do Estado em períodos de

³⁶² “*Within a regime of stability in property rights, contracts, and money, persons will interact, one with another, to generate an order that will produce and distribute value, as determined by their own choices, which they remain at liberty to make. This claim was made by Adam Smith in 1776, but his emphasis on the necessary “laws and institutions” is too often overlooked. Importantly, this precept also informed the thinking of the American Founders, who explicitly included money in their constitutional assignment of authority. Acceptance of the two precepts noted, however, prompts the query: If anarchy in money fails along with politicization, how can the market economy ever be expected to function effectively? The Scylla and Charybdis metaphor seems all too appropriate, until we recognize that the limits here are behavioral rather than natural. Anarchy and politics both fail because persons do not act within constraints that are not beyond the physically possible.*”. Idem, ibidem, Pág. 256.

³⁶³ “A actividade financeira concretiza-se, como dissemos, em receitas e despesas. O Estado adquire receitas, transforma-as em despesas, e isso dá origem a um complexo de relações entre os particulares e os agentes do Estado, e estes entre si. São relações que, num Estado de direito, e atenta de mais a mais a importância dos interesses em jogo, não podem deixar de encontrar-se submetidas a normas jurídicas. Ora, as normas que regulam a obtenção, gestão e o dispêndio dos meios financeiros públicos constituem precisamente, precisamente, o direito financeiro.”. TEIXEIRA RIBEIRO, JOSÉ JOAQUIM (1997), Pág. 46.

crise, a publicização desta atividade iniciou-se no período seguinte à Primeira Guerra Mundial; e estabilizou-se definitivamente com a resposta à Grande Depressão.

Hoje a regulação dos serviços de intermediação financeira é uma evidência incontornável. A atividade, ainda privada, tem um inegável interesse público que lhe subjaz. Mas quais os objetivos que persegue? A verdade é que não existe uma resposta clara a esta pergunta, nem na indústria e nem nos reguladores³⁶⁴. A clarificação desse regime é absolutamente necessária, para que possa garantir a liberdade de iniciativa económica e a garantia das instituições³⁶⁵.

Do caminho exposto nos primeiros capítulos (1 a 3) conclui-se que a intermediação financeira e o seus agentes têm um papel fundamental no crescimento económico e no sistema de pagamentos (criando meios de pagamento e permitindo a fluidez das transações económicas), por um lado; mas também na formação de crises económicas e financeiras. Assim, entende-se que para compreender o porquê da regulação e dar-lhe efetividade, o entendimento

³⁶⁴ “The regulatory community as well as the industry must take the blame for never having specified the objectives and the presumed functioning of capital regulation. Ever since it started, with the deliberations about Basel I, discussion about the development and refinement of capital regulation has suffered from the following deficits: – The precise objective of the regulation is unclear. – The dynamics of implementation over time have not been given sufficient attention. – Systemic concerns have been neglected. These deficits are one reason why the regulatory community has been unable to put up stronger resistance against the industry’s claims that capital regulation must be finely attuned to the actual risks that banks are taking. They are also a reason why dysfunctional effects of the regulation 18 Interestingly, the Basel Committee’s Consultative Document (2009, # 112 ff.) only calls for a consideration of counterparty risks in hedge contracts without explaining how this is to be done. The role of correlations with the underlying, the variable that really matters, is not even discussed. 19 An illustration of industry input into this type of discussion is provided by Frenkel and Rudolf (2010). The authors acknowledge that the lack of bank equity has played a role in the crisis, but oppose the introduction of a leverage ratio approach without risk calibration on the grounds that (i) such a regulation would induce a credit crunch and (ii) deficits in risk-calibrated capital regulation should be eliminated by improving that regulation, rather than introducing a bound on leverage ratios. They do not discuss why capital was as low as it was. In particular, they do not discuss the role of the model-based approach as tool for having excessively low capital. Nor do they observe that the credit crunch argument against a leverage ratio would apply just as much to an attempt to raise bank equity by improved capital regulation have by and large been overlooked. The regulatory community knew that risk calibration was mainly a tool to reduce capital requirements.” HELLWIG, MARTIN (2010), Pág. 8.

³⁶⁵ “Within a regime of stability in property rights, contracts, and money, persons will interact, one with another, to generate an order that will produce and distribute value, as determined by their own choices, which they remain at liberty to make. This claim was made by Adam Smith in 1776, but his emphasis on the necessary “laws and institutions” is too often overlooked. Importantly, this precept also informed the thinking of the American Founders, who explicitly included money in their constitutional assignment of authority. Acceptance of the two precepts noted, however, prompts the query: If anarchy in money fails along with politicization, how can the market economy ever be expected to function effectively? The Scylla and Charybdis metaphor seems all too appropriate, until we recognize that the limits here are behavioral rather than natural. Anarchy and politics both fail because persons do not act within constraints that are not beyond the physically possible.”. BUCHANAN, JAMES M. (2010), Pág. 251 e 252.

sobre a atividade de intermediação financeira tem de ser completo³⁶⁶. Só dessa forma se evitará a implementação de soluções equivocadas ou ineficazes.

Estes intermediários financeiros estão no centro de todo o processo: quando ajudam a fazer o mercado de intermediação financeira, no seu papel de *dealers*; quando pela criação de crédito, fornecem meios de pagamento que alteram a avaliação dos ativos e criam as condições para que a fragilidade se instale; e, finalmente, quando na fase da crise exercem a sua *liquidity preference*, e deixam de atuar como *dealers* perante o cenário de incertezas.

Nesta perspetiva, os objetivos de regulação identificados na doutrina jurídica parecem insuficientes e não ir ao ponto fundamental. Em primeiro lugar, a solvência dos intermediários bancários (instituições privadas) não é um interesse que justifique, por si só, a intervenção pública³⁶⁷. Muito menos no caso da intermediação não-financeira. O interesse na sobrevivência destes intermediários está antes no sistema de pagamentos: no seu funcionamento regular, e na onda de incumprimentos que o seu funcionamento deficiente pode causar³⁶⁸.

Em segundo lugar, considerações de estabilidade financeira também não parecem ser um fim em si³⁶⁹. Embora aparentemente consensual, ele pode também ser ilusório e considerar

³⁶⁶ “The modern dilemma is that we are left with a massive resource-using, financial-banking structure that has a functional purpose quite different from that which is widely accepted. The system in existence emerged from a historical process, the characteristics of which were partially appropriate for a monetary standard defined in terms of some commodity base, but which, ultimately, make no sense under a fiat system.”. Idem, ibidem, Pág. 256.

³⁶⁷ “In principle, capital regulation should contribute to maintaining the safety and soundness of banks. How it serves this purpose is usually not explained, at least not beyond the truism that insolvency corresponds to a situation where equity is negative. There seem to be three possibilities: – Capital serves as a buffer against unexpected losses. – Capital reduces incentives for incurring risks that might end up burdening creditors or the taxpayer. – A capital requirement provides the supervisor with room for intervention before the bank becomes insolvent. In the various documents on banking regulation, all three purposes of capital requirements are named. No account is given, however, of the differences between them, and, in particular, of possible conflicts and tradeoffs concerning appropriate standards for determining regulatory capital. Whereas the role of capital as a buffer against losses might call for a calibration with respect to total risk, the role of capital as an incentive device would call for calibration with respect to incremental risks from additional assets, and, finally, the role of capital regulation as a basis for intervention prior to insolvency would call for a calibration with respect to the ease with which assets can be disposed of during this intervention. The three modes of calibration differ; the differences have so far not been considered.”. HELLWIG, MARTIN (2010), Pág. 9.

³⁶⁸ “A moeda em circulação é, como se referiu no número anterior, esmagadoramente escritural. Pelo que os bancos passaram também a assumir a função de intermediários de pagamentos, que fluem quase todos pelas veias do sistema bancário através da moeda escritural. Ora não é hoje possível conceber a atividade económica sem os sistemas de pagamento. O seu colapso levaria também ao colapso daquela. (...) Mas mais. Há aqui também o efeito sistémico de um incumprimento. Como os pagamentos se ligam todos, o incumprimento de um deles reverberará por toda a cadeia, interrompendo-os em série. O que conduz à quebra do sistema e, com ele, por arrasto, de todo o sistema económico que não funciona sem ele.”. VASCONCELOS, MIGUEL PESTANA DE (2023), Pág. 38 e 39.

³⁶⁹ “The financial crisis has highlighted the central importance of another goal of financial regulation, namely the stability of the financial system as a whole. In section 3.3.2 we considered how the failure of one institution can have a ‘domino effect’ on the entire financial sector and repercussions for the economy as a whole. The unpredictable and extensive nature of the losses inflicted by a systemic failure makes it practically impossible

vários fatores que o influenciam. Quem tem interesse na estabilidade financeira? Quais os custos que lhe estão associados? Qual o motivo para que a estabilidade financeira deva ser priorizada em relação ao desenvolvimento económico, por exemplo? Esta tensão torna-se óbvia na potencial contraposição entre estabilidade e inovação nos serviços de intermediação financeira.

Em terceiro lugar, para a correção de falhas de mercado e evitar externalidades negativas³⁷⁰. Pressupõe que o Estado não intervém por regra, e quando intervém é para voltar à posição de neutralidade, assistindo à sua eficiência³⁷¹. No entanto, mesmo em economias sem mercado (por exemplo, a chinesa antes da abertura da década de 1980) a intervenção regulatória se faz sentir. Então, as falhas de mercado seriam mais bem descritas como uma medida de ação (num espectro de não intervenção absoluta, ou de intervenção plena) do que um objetivo em si.

Em quarto lugar, outras soluções como a proteção dos investidores e utilizadores do sistema financeiro parecem ser mais aproximadas do verdadeiro sentido³⁷². Isso porque pressupõem a tutela de interesses coletivos e de interesses difusos; mas não são capazes de explicar, por exemplo, o porquê da função de *Lender of Last Resort*.

Nenhum destes propósitos justifica o motivo pelo qual os serviços de intermediação financeira são regulados e supervisionados. Esse fundamento pode ser aferido e verificado na prática de classificação de risco dos títulos, comumente utilizados pelo mercado: numa

*for parties who might suffer losses to contract in advance with financial institutions whose choice of activities will affect their probability of failure.*³⁰ Consequently, it is desirable for financial regulation to address this type of externality.”. ARMOUR, JOHN [ET AL.] (2016b), Pág. 64 e 65.

³⁷⁰ “The interconnection of financial institutions and markets means that the actions of one actor, or group of actors, can have an adverse impact on other actors—a ‘domino effect’. This in turn can have powerful adverse implications for the economy as a whole. In particular, the failure of financial institutions can upset the payments system, with the result that ordinary transactions become difficult or impossible to process. Moreover, the failure of banks leads to the loss of their specialist expertise in selecting and monitoring business projects for financing. The failure of one or more important banks in which depositors or other creditors suffer losses can lead to ‘runs’ on other banks and cash-hoarding by still other banks, all of which will dramatically reduce the flow of credit to non-financial firms. A financial sector crisis can rapidly become a general economic crisis. In economic terms, we can understand these effects as negative externalities. Externalities arise when a person or institution takes actions that impose costs (benefits) in the case of negative (positive) externalities on other parties for which that person is not fully charged (compensated). They occur when prices and incentives do not adequately reflect the consequences of actions taken.”. Idem, ibidem, Pág. 57.

³⁷¹ “The purpose of regulation is to assist markets in functioning better than they would do in its absence. The most important criteria by which economists judge how well an economy is functioning relate to the efficiency with which the economy produces and allocates resources. The starting point is that most resources such as commodities, raw materials, labour, and capital are scarce. They are therefore expensive to employ and need to be utilized as efficiently as possible.”. Idem, ibidem, Pág. 53.

³⁷² “The protection of users of the financial system is an important goal of financial regulation. That said, regulators do not typically refer to the category of persons to be protected as ‘users’ generically, but rather by a series of sector-specific names. The use of different names in the regulatory framework obscures the fact that they each respond to similar economic concerns, and so it is useful to group them together.”. Idem, ibidem, Pág. 62.

economia, o menor risco de crédito é sempre o do soberano (o Estado)³⁷³. Por dois motivos: primeiro pelo exercício do poder soberano pelo Estado, que permitem a implementação do curso legal e do poder liberatório. Em segundo lugar, porque o Estado detém o ativo líquido sob sua gestão, com recurso aos seus poderes soberanos.

Assim, o motivo pelo qual o Estado regula as atividades de intermediação financeira está relacionado com a centralidade deste sector no processo de criação de fragilidade; e de como essa fragilidade interfere diretamente no seu poder soberano e na gestão do ativo líquido e das condições de liquidez em prejuízo da coletividade. Modelos como o de *shadow banking* fazem parte dessa dialética e, como visto no capítulo 2, são relevantes porque alteram a relação de convertibilidade da moeda soberana com o ativo líquido, por um lado; e podem despoletar a necessidade de medidas de estabilização (*Lender of Last Resort*) para defesa da comunidade, por outro.

Estas duas são as razões fundamentais. As demais são antes objetivos específicos que, de acordo com as prioridades políticas de tempos em tempos, podem ou não ser perseguidas pelos Estados.

Este quadro é plenamente reconhecido, apesar de não se encontrar expressamente retratado em nenhum ato normativo. Resulta antes da necessidade e estabelecer princípios gerais, que implicitamente sinalizam esta tensão entre objetivos privados, de um lado, e soberania e objetivos coletivos, por outro. Em todas as jurisdições estudadas neste trabalho essa

³⁷³ “O mercado monetário encontra-se estruturado visando o controle da liquidez monetária da economia, e das taxas de juros fixadas pelas autoridades monetárias. O papeis são negociados nesse mercado tendo como parâmetro de referência a taxa de juros, que se constitui em sua mais importante moeda de transação. Os papéis que lastreiam as operações de mercado monetário caracterizam-se pelos reduzidos prazos de resgate e alta liquidez. É um mercado de curto e curtíssimos prazos, sendo ainda responsável pela formação das taxas de juros na economia (...).”. ASSAF NETO, ALEXANDRE (2014),. Pág. 63.

relação se verifica. Na perspectiva interna (EUA³⁷⁴, UE^{375 376}, China³⁷⁷ e Brasil³⁷⁸) existem normas que regulam a questão da moeda soberana e em que definem a moeda com curso legal e poder liberatório. A política monetária é a ferramenta que tutela a contraposição entre lucros dos intermediários financeiros, e a estabilidade do ativo líquido na esfera interna³⁷⁹.

Da análise das disposições e da doutrina jurídica cabem algumas considerações. Primeiro, a doutrina jurídica assume que a característica de liquidez está ligada ao curso legal da moeda emitida pelo Estado soberano. O que, como se viu acima, não corresponde à realidade. Sendo útil, tem limites fáticos. Mesmo os bancos centrais têm de atender à restrição elementar da disponibilidade do ativo líquido. Isto é verdade até para os EUA (cuja moeda consiste no principal ativo dos que compõem o ativo líquido).

Segundo, parece que a administração pública da liquidez está ligada ao objetivo de garantir estabilidade financeira. O que é manifestamente desadequado, como referido anteriormente. O objetivo deve ser a administração da liquidez, sendo este um bem em si mesmo. A prossecução desse objetivo (gestão do ativo líquido e das condições de liquidez) pode, ou não, ser circunstancialmente compatível com a ideia de estabilidade financeira. Nem sempre poderão ser compatíveis: por exemplo, a estabilidade financeira e o suporte aos intermediários financeiros não podem colocar em causa a liquidez e solvência do Estado pela

³⁷⁴ “§5103. *Legal tender United States coins and currency (including Federal reserve notes and circulating notes of Federal reserve banks and national banks) are legal tender for all debts, public charges, taxes, and dues. Foreign gold or silver coins are not legal tender for debts.*”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2023d).

³⁷⁵ “Artigo 16.o *Notas de banco De acordo com o disposto no n.o 1 do artigo 128.o do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, o Conselho do BCE tem o direito exclusivo de autorizar a emissão de notas de banco em euros na União. O BCE e os bancos centrais nacionais podem emitir essas notas. As notas de banco emitidas pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais são as únicas com curso legal na União. O BCE respeitará, tanto quanto possível, as práticas existentes relativas à emissão e características das notas de banco.*”. UNIÃO EUROPEIA (2016).

³⁷⁶ “Artigo 6.º 1 - *Nos termos do artigo 106.º do Tratado que institui a Comunidade Europeia, o Banco emite notas com curso legal e poder liberatório.*”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1998).

³⁷⁷ “Article 16 *The legal tender of the People's Republic of China is the Renminbi. No institution or individual shall reject therenminbi as a medium of payment for any public or private debts within the territory of the People's Republic of China. Article 17 The unit of the renminbi is yuan and the fractional units of the Renminbi are Jiao and Fen. Article 18 The renminbi shall be printed and issued solely by the People's Bank of China.*”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2003a).

³⁷⁸ “Art. 1º *A partir de 1º de julho de 1994, a unidade do Sistema Monetário Nacional passa a ser o REAL (Art. 2º da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994), que terá curso legal em todo o território nacional.*”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (1995a).

³⁷⁹ “*The central bank controls its own portfolio, except where the law lays down provisions, as with a gold standard, that all of some asset offered or demanded must be bought or sold. The central bank affects how business is financed by its power to define the assets it will protect and by selecting the assets it will use to furnish reserves to the banking system. The assets it acquires in creating reserves finance some activity which then receives favorable terms. As long as banks need central bank deposits as reserves and as long as the central bank has a monopoly of currency issue, the central bank can affect bank portfolios.*”. MINSKY, HYMAN P. (1986). Pág. 359 e 360.

destruição do ativo líquido. Também não devem representar um fardo injustificadamente suportado pelos contribuintes (acentuando o risco moral). A gestão do ativo líquido e da liquidez deveria ser um bem em si mesmo: distinto da ideia de estabilidade financeira, sujeito a um regime jurídico próprio e com objetivos jurídico-políticos claros.

4.2.1.2 Dimensão interna e internacional: A diferença entre liquidez e a moeda soberana

Como relatado no capítulo 3, existe uma dupla tensão sobre a legitimidade da moeda: na esfera interna e na esfera internacional. Em primeiro lugar, a legitimidade de mercado de meios de pagamento contra a ligação da moeda à soberania (mais uma vez, expressas no curso legal e poder liberatório interno). Em segundo lugar, a tensão entre a moeda soberana utilizada internamente (com curso legal e poder liberatório) e o ativo líquido (que é, de facto, uma moeda utilizada internacionalmente). Ambas expõem o facto de que a moeda soberana não detém todas as características do conceito de liquidez.

Para os juristas a autoridade da moeda é imposta pelo Estado. Gustav Knapp sustenta esta visão de que, repousando a autoridade do poder político no Estado³⁸⁰, caberia a esta entidade a definição do meio de pagamento numa determinada jurisdição³⁸¹. Este seria um ato de política legislativa ilimitado e assegurado pelo Estado no exercício do monopólio do uso da força e da soberania³⁸². Não há dúvida de que se trata de uma construção útil que, como se viu

³⁸⁰ “This action of the State as maintainer of law does not appear with the creation of money, e.g. with the coining of lytric metal or the introduction of independent paper money, but at the first time of alteration in the means of payment. Before that there were no grounds for deciding the question of "nominality" or "reality." As soon as the State introduces a new means of payment in the place of the old, the law (1) should - so describe the new means of payment that it should be immediately recognisable. (2) The law should settle a name for the new unit of value and call the new means of payment by it. By this means the validity (Geltung) of the new means of payment is established in units of value. (3) The unit of value which is to come into use is defined by its relation to the previous unit. It is therefore historically defined. (...) All this had already happened in the epoch of autometallism. Let us assume that the transition has been made from copper to silver; the process will be as follows. First, the State describes the new means of payment by saying it shall consist of the metal silver. Secondly, the State ordains that the new unit shall be called a "pound of silver," and for the description of the new means of payment it lays down the rule in this special instance, that it shall be formed by the physical experiment of weighing. Each quantity of silver is called legally as many "pounds of silver" as it weighs pounds. Thirdly, the State says that the unit "pound of silver" takes the place of so many earlier units, e. g. fifty pounds of copper. That is the legal definition of the new unit. As soon as all this has been done, the transition from copper to silver is complete.”. KNAPP, GEORG FRIEDRICH (2013) Pág 21 e 22.

³⁸¹ “The following general principles remain : (1) The choice of the means of payment is a free act of the State's authority. (2) The denomination of the means of payment according to new units of value is a free act of the State's authority. (3) The definition of the new unit is also a free act of the State's authority. Just because these acts are free, they may or may not follow special rules.”. Idem, ibidem, Pág. 24.

³⁸² “If we have already declared in the beginning that money is a creation of law, this is not to be interpreted in the narrower sense that it is a creation of jurisprudence, but in the larger sense that it is a creation of the legislative activity of the State, a creation of legislative policy.”. Idem, ibidem, Pág. 40.

anteriormente, os soberanos utilizaram historicamente; e que ainda hoje está incorporado no sistema (por exemplo, como se referiu acima, pela utilização da taxa dos títulos públicos como taxa livre de risco da economia).

Essa suposição útil é limitada. Embora seja confortável, e funcione em muitos casos e significativos períodos de tempo, a moeda soberana com curso legal não tem todas as características da liquidez. Ao contrário do suposto por Knapp³⁸³, o exercício do poder político soberano na definição da moeda não é suficiente. O motivo era a dimensão internacional das interações entre soberanos (que ele também destacou, quando no seu trabalho diferencia as duas dimensões, e confere um papel à convertibilidade do ouro como moeda internacional). É essencial que esta premissa seja incorporada à forma como o Estado atua na proteção das condições financeiras da coletividade (na gestão do ativo líquido). Isso quer dizer que o Estado apenas emite a moeda soberana. Mas, como visto no capítulo 3, esta moeda soberana, de ordem interna não é o ativo líquido. Assim, o Estado está limitado na emissão da sua moeda soberana, e deve gerir essas limitações para que a moeda soberana mantenha a sua relação de conversão para o ativo líquido³⁸⁴. Historicamente essa relação de conversão era para o ouro. Atualmente, ela refere-se por um lado à capacidade de produção da economia e, por outro, às reservas que compõem o balanço do banco central.

Se o Estado for bem sucedido nessa gestão, a tendencial relação de conversão fará com que a moeda soberana com curso legal detenha algumas das características económicas do ativo líquido. Mas apenas para fins internos, e sujeito a alguns limites. Isso fica mais claro em momentos em que o Estado não é bem sucedido nessa gestão do ativo líquido (como já referido anteriormente).

³⁸³ “The nominality of the unit of value is, as we have seen, created by the State in its capacity as the guardian and maintainer of law. This, however, does not occur through philosophic reflection but quite otherwise. The State sees itself for some reason or other forced to introduce a new means of payment in place of the old, while it wishes to preserve existing debts, at any rate in their relative proportions one to another. Jurisprudence, having to reckon with this fact, now sets reflection to work, and under compulsion proceeds to put the lyric nominal debt in place of the real debt, because in no other way can it accommodate itself to the new situation. The chartality of the means of payment arises in a similar way. The State as guardian of the law declares that the property of being the means of payment should be inherent in certain stamped pieces as such, and not in the material of the pieces. In this case also juridical reflection goes to work and creates the concept of the pay-token or ticket, not from caprice but because it must accommodate itself to the altered. Finally, the same holds good of autogenesis. The State, not the jurist, creates it.”. Idem, *ibidem* Pág. 39.

³⁸⁴ “Diversos factores são determinantes para a formação das paridades monetárias no mercado de câmbio. Um factor que influi na taxa de câmbio é o nível de reservas monetárias que o país deseja manter. Quando surge a necessidade de elevar-se o volume dessas reservas, determinado principalmente pela obrigação em cumprir certos pagamentos no exterior, a autoridade monetária promove intervenção no mercado de moedas estrangeiras, alterando a taxa de câmbio. Com isso, incentiva um aumento das exportações da economia e, de maneira oposta, inibe as importações. A atuação do banco central no mercado dá-se principalmente pela compra e venda de moeda estrangeira no mercado.”. ASSAF NETO, ALEXANDRE (2014), Pág. 101.

Já a dimensão internacional da relação de convertibilidade da moeda soberana para o ativo líquido é feita através da política cambial³⁸⁵. Em todas as jurisdições estudadas, uma das funções das autoridades monetárias e/ou fiscais é a gestão da relação entre a moeda soberana emitida e o ativo líquido^{386 387 388 389}.

Os EUA são um caso especial em relação a este tema. Por emitir a moeda de reserva mais importante para as transações internacionais, este Estado tem alguns privilégios e uma relação menos estrita sobre a convertibilidade. No entanto, até mesmo para os EUA esta premissa é verdadeira, pois se a gestão do ativo líquido não for bem feita (por exemplo, ocorrer um incumprimento da dívida) essas condições podem mudar e a situação de disciplina (vigente até 1973) regressar, ainda que sob uma outra forma³⁹⁰.

³⁸⁵ “O banco central, de forma mais específica, atua nesse mercado cambial visando principalmente ao controle de reservas cambiais da economia e manter o valor da moeda nacional em relação a outras moedas internacionais.”. Idem, ibidem. Pág. 100.

³⁸⁶ “Artigo 23.o Operações externas O BCE e os bancos centrais nacionais podem: — estabelecer relações com bancos centrais e instituições financeiras de países terceiros e, quando for caso disso, com organizações internacionais; — comprar e vender, à vista e a prazo, todos os tipos de ativos cambiais e metais preciosos. O termo “ativo cambial” inclui os títulos e todos os outros ativos expressos na moeda de qualquer país ou em unidades de conta, independentemente da forma como sejam detidos;— deter e gerir os ativos a que se refere o presente artigo; — efetuar todos os tipos de operações bancárias com países terceiros e com organizações internacionais, incluindo operações ativas e passivas.”. UNIÃO EUROPEIA (2016).

³⁸⁷ “Artigo 12.º Compete especialmente ao Banco, sem prejuízo dos condicionalismos decorrentes da sua participação no SEBC: a) Gerir as disponibilidades externas do País ou outras que lhe estejam cometidas; b) Agir como intermediário nas relações monetárias internacionais do Estado; c) Velar pela estabilidade do sistema financeiro nacional, assegurando com essa finalidade, designadamente, as funções de refinanciador de última instância e de autoridade macroprudencial nacional; d) Participar no sistema europeu de prevenção e mitigação de riscos para a estabilidade financeira e em outras instâncias que prossigam a mesma finalidade; e) Aconselhar o Governo nos domínios económico e financeiro, no âmbito das suas atribuições.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1998).

³⁸⁸ “Article 4 The People's Bank of China assumes the following functions: (...) (5) Execute foreign exchange administration, regulate and supervise the inter-bank foreign exchange market; (6) Regulate and supervise the gold market; (7) Hold, administer and manage the state foreign exchange reserves and gold reserves; (8) Manage the State treasury; (...) (12) Participate in related international financial activities in the capacity of the central bank of the State; (...)”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2003a).

³⁸⁹ “Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: (...) XV - efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada.”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (1964).

³⁹⁰ “§5302. Stabilizing exchange rates and arrangements (a)(1) The Department of the Treasury has a stabilization fund. The fund is available to carry out this section, section 18 of the Bretton Woods Agreement Act (22 U.S.C. 286e–3), section 3 of the Special Drawing Rights Act (22 U.S.C. 286o), and the Coronavirus Economic Stabilization Act of 2020, and for investing in obligations of the United States Government those amounts in the fund the Secretary of the Treasury, with the approval of the President, decides are not required at the time to carry out this section. Proceeds of sales and investments, earnings, and interest shall be paid into the fund and are available to carry out this section. However, the fund is not available to pay administrative expenses. (2) Subject to approval by the President, the fund is under the exclusive control of the Secretary, and may not be used in a way that direct control and custody pass from the President and the Secretary. Decisions of the Secretary are final and may not be reviewed by another officer or employee of the Government. (b) Consistent with the obligations of the Government in the International Monetary Fund on orderly exchange arrangements and a stable system of exchange rates, the Secretary or an agency designated by the Secretary, with the approval of the President, may

Como relatado anteriormente, há uma dimensão internacional na formação das crises económicas e financeiras. A gestão destes fluxos é fundamental para que as fragilidades não se formem na esfera interna.

4.2.1.3 A gestão da liquidez como objetivo

A gestão do ativo líquido e da liquidez pelo Estado deveria ter objetivos expressos e claros, organizados de forma hierárquica e com abrangência nacional e internacional. Deveria constituir-se em dois níveis. Um estático, destinado a proteger a liberdade (pelo afastamento da anarquia) na esfera interna, e a soberania na esfera internacional. Um outro dinâmico, onde as necessárias ponderações políticas de curto e médio prazo são determinadas. Claramente o problema do risco moral, descrito noutros capítulos deste trabalho, deveria colocar-se no primeiro nível.

Assim, o principal e preponderante objetivo deveria ser o de conservar a quantidade adequada de ativo líquido como forma a manter a relação de conversão e a soberania (dimensão internacional) e a estabilidade dos preços (dimensão interna). Sem a formalidade necessária, é isso que na prática se faz pela implementação combinada dos instrumentos de política económica.

Essa informalidade por um lado, e a insuficiência de objetivos claros, por outro, levam à implementação de políticas insatisfatórias. A esse propósito é preciso reconhecer que as jurisdições estudadas têm normas legais onde certos objetivos são formulados. Por serem os mais concretizados, os objetivos de política monetária ganham evidência. Quase todas as

deal in gold, foreign exchange, and other instruments of credit and securities the Secretary considers necessary. However, a loan or credit to a foreign entity or government of a foreign country may be made for more than 6 months in any 12-month period only if the President gives Congress a written statement that unique or emergency circumstances require the loan or credit be for more than 6 months. (c)(1) By the 30th day after the end of each month, the Secretary shall give the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs of the House of Representatives and the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate a detailed financial statement on the stabilization fund showing all agreements made or renewed, all transactions occurring during the month, and all projected liabilities. (2) The Secretary shall report each year to the President and Congress on the operation of the fund. (d) A repayment of any part of the first subscription payment of the Government to the International Monetary Fund, previously paid from the stabilization fund, shall be deposited in the Treasury as a miscellaneous receipt.”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2023d).

jurisdições estudadas neste trabalho (Brasil³⁹¹³⁹², UE³⁹³ e EUA³⁹⁴) detêm objetivos semelhantes para a prossecução da política monetária: garantir a estabilidade de preços, enquanto permite a satisfação de certos objetivos económicos (crescimento e pleno emprego). Portugal tem, ainda, expresso o objetivo de proteção das poupanças³⁹⁵.

Veja-se que nenhuma destas jurisdições prevê diretamente a preservação da relação de conversão da moeda soberana com a moeda do ativo líquido. Indiretamente isso pode ser aferido pelo objetivo de estabilização de preços, que parece estar numa relação hierárquica superior em relação aos demais objetivos (com exceção dos EUA, onde parece estar a par com os demais).

As formulações apresentadas parecem ser criticáveis por focarem apenas na consequência (a estabilidade preços) e não no objetivo (a boa gestão das disponibilidades de ativo líquido). Entendido de outra forma, elas focam em questões de dimensão interna sem dar necessária consideração à dimensão internacional da gestão do ativo líquido. Ambas os aspetos (política cambial e monetária, pela relação de convertibilidade e estabilidade de preços) deveriam estar explicitamente consideradas.

A China é a única jurisdição estudada que parece expressar os objetivos de uma maneira diferente. O seu objetivo não é a proteção dos preços, mas a proteção do valor da moeda³⁹⁶. No entanto, esta jurisdição expressa este objetivo enquanto política monetária, e não cambial. Esta

³⁹¹ “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (1988).

³⁹² “Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Parágrafo único. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2021a).

³⁹³ “Artigo 2.o Objetivos De acordo com o disposto no n.o 1 do artigo 127.o e no n.o 2 do artigo 282.o do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, o objetivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços. Sem prejuízo do objetivo da estabilidade dos preços, o SEBC apoiará as políticas económicas gerais na União, tendo em vista contribuir para a realização dos objetivos da União, tal como se encontram fixados no artigo 3.o do Tratado da União Europeia. O SEBC atuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando uma repartição eficaz dos recursos e observando os princípios definidos no artigo 119.o do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.”. UNIÃO EUROPEIA (2016).

³⁹⁴ “§225a.. The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2023b).

³⁹⁵ “Artigo 101.º Sistema financeiro O sistema financeiro é estruturado por lei, de modo a garantir a formação, a captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1976).

³⁹⁶ “Article 3 The objective of the monetary policy is to maintain the stability of the value of the currency and thereby promote economic growth.”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2003a).

diferença pode ser explicada por uma questão de regime político (onde a segurança do Estado é prioritária, e sobrepõe-se, por exemplo, à estabilidade dos preços) e na forma de gestão monetária pouco aberta às forças do mercado e com grande restrição de capitais (uma situação em progressiva mudança, e mais detalhada no capítulo 5).

Tendo este objetivo no topo da hierarquia, outros deveriam estar-lhe subordinados no segundo nível. Naturalmente que estes objetivos de nível hierárquico inferior podem estar em conflito entre si (por exemplo, em determinadas circunstâncias e tempo, a atividade económica e a estabilidade financeira), mas nunca com o objetivo central. Essa ponderação deve ocorrer no âmbito da discussão política, e estar sujeita tanto às circunstâncias do momento como a princípios normativos orientadores.

O risco moral deve ser ponderado de forma a proteger a comunidade contra os excessos dos incentivos privados, que colocam em causa os objetivos sociais e do Estado. É importante que o Estado disponha de instrumentos para obter essa proteção. Essas ferramentas são a regulação, a supervisão, a função de *Lender of Last Resort* e a imposição de medidas financeiras. A gestão do ativo líquido implica a ponderação sobre a utilização de cada uma destas.

Sobre essa ponderação, a ideia fundamental é que a disposição sobre o ativo líquido e dessas ferramentas para alcançar a sua estabilidade não pode ser feita de forma a dar benefícios injustificados a determinados agentes. O papel do Estado não pode ser subsidiar ou prejudicar os agentes a atuar livremente no desenvolvimento de atividades económicas. O papel do Estado é o de gerir os bens escassos da comunidade, nomeadamente mantendo uma relação de conversão estável entre a moeda soberana e o ativo líquido, para que não se afete a estabilidade dos preços. O Estado não deve servir-se como um objetivo em si mesmo, mas antes como um meio de tutela dos interesses coletivos numa sociedade livre e democrática. Isso implica, por exemplo, a tutela dos valores da coletividade (materializado no ativo líquido). Garantir que o ganho de uns não se faça com base no prejuízo de todos (por exemplo, dos contribuintes). Nesse sentido, objetivos económicos podem ser desenvolvidos desde que sujeitos ao objetivo fundamental da relação de conversão.

O *shadow banking*, como visto no capítulo 2, nada mais é do que um exemplo perfeito de como a ação dos intermediários bancários e não-bancários pode colocar desafios à manutenção da regra da convertibilidade³⁹⁷.

Tendo estas noções mais claras, é possível fixar melhor o papel do Estado na sua relação com as atividades de intermediação financeira. Em primeiro lugar, para justificar os objetivos da regulação e da supervisão. A regulação e supervisão das atividades dos intermediários financeiros, especialmente dos intermediários bancários, é a forma de evitar que essa atividade privada coloque em causa posição de solvência e liquidez do Estado (pela depredação do ativo líquido e das condições de liquidez) e, assim, coloque em causa a estabilidade de preços. Este problema não existiria se a moeda soberana estivesse realmente na total disponibilidade do poder político do Estado. Mas esse não é o caso e, para tutelar o interesse da coletividade, o Estado deve posicionar-se correspondentemente através da regulação da criação de riscos.

Em segundo lugar, deve ser avaliado, perante os demais instrumentos disponíveis, se a regulação e supervisão são sempre a melhor forma de intervenção para a prevenção contra a formação de fragilidades financeiras. Por um lado, porque deve ser considerado o fenômeno da arbitragem regulatória nos efeitos da regulação e supervisão. Por outro, porque nem sempre a regulação e a supervisão (seja por conceito, seja pela ação da arbitragem regulatória) serão capazes de tratar o problema distributivo muitas vezes presente. Por exemplo, no caso do risco moral.

Em terceiro lugar, obriga a que se faça uma reflexão sobre quais princípios e normas devem ser observados sobre a atuação do Estado enquanto *Lender of Last Resort*. Na perspectiva jurídica, chega a ser contra intuitiva, e parecer chocar com outras normas jurídicas fundamentais (por exemplo, o princípio da igualdade) Apesar de ser uma área extensamente estudada nas ciências económicas, não tem um correspondente interesse nas ciências jurídicas. Como se viu, há uma justificação económica válida para que o Estado deva atuar como garantidor das expectativas de lucros de ativos. A estabilidade do nível de preços é alcançada tanto pela inflação como pela deflação; a excessiva presença ou ausência dos intermediários financeiros

³⁹⁷ “Regulators face at least three information problems in performing their task. First, they do not know with precision the quality of banks’ internal risk management capabilities, such as market experience and financial engineering skills, beforehand. Second, once they have put regulations in place they cannot perfectly observe how far the regulated adhere to the rules imposed. Finally, apart from the quality of their own risk management techniques and the efforts internal managers put into keeping portfolio risks under control, even under the most prudent business practices, there will always be some residual risk. When a regulator learns that an institution has problems, he or she does not always know with certainty whether they are due to one of the first two factors or to residual risk.”. GOODHART, CHARLES A. E. [ET AL.] (1998), Pág. 46.

podem causar tanto uma como a outra. Mas essa resposta deve levar em consideração, igualmente, as lições sobre o papel dos intermediários financeiros na criação de instabilidade financeira (interna e internacional) e sobre os riscos morais que lhe são inerentes. Mais uma vez, a questão distributiva decorrente da situação de risco moral não é insignificante.

4.2.1.4 Problemas institucionais da gestão da liquidez

Estando simultaneamente no cerne da operação da atividade económica e do conceito de soberania, a questão da gestão da moeda e da moeda soberana (na sua relação de convertibilidade) deve ser em geral regulada pelo órgão com poderes mais representativos da sociedade. Por conseguinte, num Estado de Direito Democrático usualmente essa regulação emana do parlamento (enquanto representante do poder legislativo, de acordo com o princípio da separação de poderes)³⁹⁸.

No entanto, provavelmente querendo afastar das lutas políticas a gestão monetária³⁹⁹, bastante evidentes na política fiscal (em muitas circunstâncias, desenvolvendo objetivos até

³⁹⁸ “This basic understanding did indeed inform the thinking of the American Founding Fathers, who explicitly assigned monetary authority to the Congress empowering this body “to coin money, and to regulate the value thereof.” And, interestingly, this grant of authority is included in the same sentence (Article I, Section 8) as that which assigns the fixing of weights and measures. It is as if the value of money is to be removed from within-rule political manipulation, hence remaining unchallenged as akin to other standards.”. BUCHANAN, JAMES M. (2010), Pág. 256.

³⁹⁹ “The account thus far has portrayed politicians as too slow to react during boom periods because they are disinterested. There are hints, however, of a more disturbing possible account. On some views, politicians have a positive interest in weak regulatory controls during credit booms. One such account points to the preferences of those who fund political campaigns. Those working in the financial sector tend to be both wealthy and able to organize at relatively low cost through their firms and trade associations. Consequently, their preferences—which tend to favour less regulation or regulation that lowers competition—are likely to be particularly salient to politicians. Ability to provide such funds is a function of individual wealth, the costs of coordinating likeminded individuals, and perhaps, most importantly, the legal environment surrounding political financing. US campaign finance laws are notoriously lax in this regard compared to their European counterparts. The issue has been intensified by the 2010 Supreme Court decision in *Citizens United*, which held that corporations were legal ‘persons’ under the constitution and hence entitled to the same safeguards regarding free speech as natural persons. This invalidated campaign finance laws prohibiting the use of corporate funds in political action. Empirical research suggests that the decision has led to a jump in corporate lobbying and political funding, and that more spending on these activities benefits shareholders in firms in regulated industries. While this first account is most relevant to the US, a second account of misalignment of politicians’ interests is more general. This points to the centrality of real estate markets to financial crises. In almost all financial crises around the world since the middle of the nineteenth century, excess credit to real estate—coupled with an asset price boom in the sector—has been an important component of the problem. Politicians benefit in the short run from real estate booms. Citizens have easier access to credit if their houses are worth more, and feel richer. In the short run, this greatly assists chances of re-election. In the medium to long run, it results in overheating and a shock to real estate prices—or worse. But if politicians have only a short time horizon—no longer than a single electoral cycle—then this sort of unsustainable growth strategy may look very appealing.”. ARMOUR, JOHN [ET AL.] (2016d), Pág. 94 e 95.

conflitantes com os objetivos da política monetária)⁴⁰⁰ foram criadas agências específicas com esta missão: os bancos centrais públicos e as agências de regulação e supervisão dos mercados de intermediação financeira. Pretendia-se garantir a independência das decisões sobre a gestão do ativo líquido e da liquidez (na política monetária e cambial) e alcançar maior eficiência nos processos. Manter a discussão num nível inteiramente técnico, insulando-se das questões políticas.

Veja-se que os dois tipos de órgãos não estão no mesmo nível de legitimidade. A legitimidade do poder legislativo é própria, resultando do princípio democrático, e está limitado apenas pela constituição. Já a legitimidade dessas agências deriva da legitimidade do poder legislativo, e está condicionado pela constituição e pelo direito.

Temos então uma tensão entre legitimidade e eficiência na gestão do ativo líquido. Como em qualquer escolha, ponderam-se riscos e resultados. Pode afirmar-se que é tendencialmente verdade que essas agências são mais independentes da luta política partidária. Esse seria o benefício desta solução. No entanto, os seus processos podem ser menos transparentes e carecer de uma legitimidade democrática direta; os seus objetivos podem ser distintos dos da coletividade que tutela (também aqui os conflitos de agência); e, em virtude da falta de transparência serem suscetíveis à captura pelo sector regulado⁴⁰¹.

⁴⁰⁰ “What such operational independence for the central bank provides is credibility for the policy of inflation targeting. In contrast, a Minister of Finance has conflicts of interest. The best known such conflict is with the desire for a more expansionary policy (especially before an oncoming election). But almost as pressing, when the national debt is high relative to taxable capacity, is the minister’s desire to keep the interest burden low. Central bank operations in public sector debt and in rate setting have an immediate and direct fiscal impact. As the burden of national debt will now rise once more, questions of coordination between fiscal policy, debt management and interest rate setting, which have been largely in abeyance in the last couple of decades, will come to the fore again.”. GOODHART, CHARLES A. E. (2010), Pág. 5.

⁴⁰¹ “Regulators will be in frequent contact with the firms they regulate. They will be unlikely to be in contact with the public at large, and politicians will not generally be much concerned with what is happening in a low-salience sector. Consequently, regulators may be open to ‘capture’ by the industry they regulate—that is, to writing and enforcing regulation in a way that is biased towards the interests of the industry, likely at the expense of society as a whole. Such capture in some countries could take the form of overt bribes. In the financial systems on which we focus—the EU and the US—outright regulatory corruption is to our knowledge mercifully rare. However, there are a variety of other more subtle ways in which the regulator’s agenda may be captured by the industry. One is through ‘revolving doors’: regulators are often recruited from the industry so as to ensure they have the relevant expertise, and will often want to return to the industry after their tenure. The concern about such arrangements is that prior ties and the expectation of future consulting fees will lead regulators to be less hard on industry practices than they ought to be. A second is that the regulator’s budget (or prestige) is likely linked to the size of the sector she oversees. The regulator will therefore not want the industry to contract, because her budget (or prestige) will follow it. Hence she may feel that her interests are aligned with those of the industry. A third, and particularly pernicious, problem stems from the informational challenge discussed in section 4.2. The size of the information differential is so large that regulators must necessarily rely on firms to understand what is happening. The concern is therefore that firms strategically cooperate to bias the information the regulator receives from them. The ability of the industry to coordinate in this way is a function of their resources and organizational structure. Consequently, if we think the financial system is prone to periods of boom and bust, then

Ambas as soluções têm vantagens e desvantagens. Nesse sentido, a prioridade deveria ser dada ao órgão que detém mais legitimidade: as assembleias do poder constituinte e legislativo. Esta conclusão não é convergente com a prática atual ou prévia à GFC.

É certo que a política fiscal permanece na esfera de competência do poder legislativo (pelo poder de aprovação da lei do orçamento do Estado). Mas também é verdade que, nos últimos anos, a tendência tem sido para que a gestão dos ciclos económicos e das crises financeiras (inclusive a intervenção e resolução das instituições financeiras) venha a estar centrada nas agências independentes⁴⁰². Consequentemente, que o poder do parlamento se esvazie e tenha menos poder de controlo das ações dessas agências e (especialmente) das funções de *Lender of Last Resort*⁴⁰³. Como se verá no capítulo 5, em algumas jurisdições esse esvaziamento prévio do poder legislativo foi inclusive legitimado na Lei.

Este desequilíbrio institucional deve ser corrigido. Em três níveis diferentes.

O primeiro ao nível do poder legislativo, estabelecendo claramente na constituição e nas leis do ordenamento quais os princípios fundamentais da gestão do ativo líquido e das condições de liquidez. A sua formulação deve ser clarificada, uma vez que parecem deficientemente descritos nas normas citadas das jurisdições estudadas. Note-se que este exercício aqui referido é abstrato: o que se requer é a necessidade do soberano político exercer a sua ponderação sobre este elemento normativo essencial. Naturalmente que a decisão sobre o seu conteúdo irá depender de escolhas soberanas.

the very time we might most want regulation to step in—during a boom—is when the industry has the greatest resources available to deflect this.”. ARMOUR, JOHN [ET AL.] (2016d), Pág. 91 e 92.

⁴⁰² “*Before financial regulations can be enforced, they must be written and made binding. In a democracy, we might hope that this would be done by our elected politicians. However, legislatures normally face demands for far more measures than they have time to pass. Politicians, who wish to be re-elected, consequently tend to prioritize the issues voters care about. And voters, generally, do not take much interest in financial regulation. The topic has a low salience with the public, owing to its complexity. Consequently, the task of writing regulations is generally delegated by the legislature to specialists—usually the regulatory agencies we discussed in section 4.4. The regulatory agencies are staffed with experts appointed usually with an understanding of the industry they oversee. However, it seems unrealistic to assume that every employee of these agencies always acts purely in the public interest, and with selfless disregard for their own interests. If we assume (not implausibly) that like other economic agents, regulators pursue their own interests to a lesser or greater degree, what consequences should we expect this to have for the production of financial regulation?*”. Idem ibidem. Pág. 91 e 92.

⁴⁰³ “*These elements combine to form a general picture of regulatory activity that is likely to be procyclical: that is, there is insufficient regulation during periods of boom and perhaps excessive, or at least misguided, regulation in the wake of crises. The general story has been one of political disinterest bred from low public salience, save during times of crisis. This in turn leaves rule-making to technocratic regulators, who are susceptible to the influence of the industry. Indeed, some argue that this cycle has already restarted since the financial crisis: popular legislation having been passed, politicians move on to other projects. But the implementation of the detail of the legislation is left to rules which must be agreed by regulators with the industry, which results in their impact being diluted.*”. Idem, ibidem. Pág. 93 e 94.

No segundo nível devem estar as normas de regulação, supervisão, *Lender of Last Resort* e de natureza financeira. Os poderes legislativos nacionais devem ser suportados pelos bancos centrais na formulação dessas normas, e não delegar a formulação dessas normas. Isso é especialmente importante porque é neste nível que a ponderação política sobre os conflitos entre os incentivos privados e os objetivos coletivos será feita. O órgão com legitimidade democrática para o fazer é o poder legislativo, e não a agência independente (porque não tem legitimidade democrática para realizar essa ponderação).

Num terceiro nível, a implementação das normas deve ser feita pelas agências de acordo com os limites e ponderações formulados pelo poder legislativo nos dois níveis anteriores. Embora se opere uma delegação para a implementação, a agência deverá reportar as suas atividades ao órgão de onde a sua legitimidade provém. Correspondentemente, o poder legislativo não pode abster-se de exercer os seus poderes nesta matéria.

Em todos os casos, o objetivo dessas normas é estabelecer os limites da atuação dos entes públicos antes e durante períodos de crise económica e financeira, e reafirmar a importância do poder legislativo na formulação das normas relevantes. Não se trata de negar a independência dos bancos centrais; mas a de reconhecer que o Estado deve ter um papel ativo na tutela do bem coletivo da administração do ativo líquido. Trata-se de estabelecer o princípio de que nem sempre e nem todas as soluções pragmáticas (como usualmente empreendidas em períodos de crise) são permitidas, por serem conflitantes com outros interesses políticos ou normativos relevantes. Que o poder legislativo, como representativo da soberania, deve permanentemente discutir o tema da relação entre a gestão do ativo líquido e das condições de liquidez e a intermediação financeira, e não apenas em momentos de crise, como é comum acontecer⁴⁰⁴.

4.2.1.5 O papel do direito

⁴⁰⁴ “Obviously, there are some circumstances under which the public at large do become concerned about financial regulation: during a crisis or following a scandal. The more widespread the losses, the greater the clamour for ‘something to be done’, which will push politicians, keen not to lose votes, to be seen to take legislative action. This predicts legislation reforming financial regulation will come as a response to a crisis. It fits well with the history of financial regulation: the two greatest financial crises of the last 100 years, namely the 1929 crash and the financial crisis of 2007–9, both triggered extensive reform of the legislative frameworks for financial regulation. Thus the modern structure of US federal banking and securities laws was established in the 1930s by the Roosevelt administration responding to popular outcry. And the period since the recent financial crisis has been one of remarkable legislative fecundity for the sector.”. Idem, *ibid* Pág. 93

Tendo em conta tudo o exposto, o papel do direito deve ter duas dimensões: uma estática, referente aos princípios da gestão do ativo líquido e das condições de liquidez; a outra dinâmica, para acompanhar as mudanças na expansão e retração da pirâmide dos meios de pagamento.

A primeira dimensão diz respeito à normas e princípios orientadores que devem ser definidas pelo poder constituinte ou legislativo (como referido no título anterior). A segunda dimensão corresponde à implementação das medidas de regulação e supervisão, de *Lender of Last Resort* e contribuições financeiras. É nesta segunda dimensão em que iremos focar, especialmente em relações a dois pontos.

Em primeiro lugar, a escolha alternativa sobre a forma de intervenção entre regulação, supervisão e a aplicação de medidas financeiras. Nesta escolha, a política e o direito não podem deixar de considerar os efeitos da arbitragem regulatória; e os efeitos distributivos que a questão do risco moral pode causar. Especialmente no caso do direito, esta disciplina deve agir dinamicamente para se adaptar às circunstância de uma atividade inerentemente dinâmica.

Em segundo lugar, a utilização da função de *Lender of Last Resort*, seja para resgatar uma instituição específica, seja para atuar preventivamente na estabilidade financeira. Como já se disse, a estabilidade financeira não é um fim em si mesma. Ela é um objetivo, que não é fundamental, e que deve ser ponderado com outros de natureza política, económica e jurídica. Esta questão é especialmente importante por ter, por exemplo, uma ligação direta aos problema do risco moral e à questão distributiva; e aos problemas da possibilidade de intervenção do Estado nos intermediários financeiros *too big* ou *too interconnected to fail*.

O modelo de *shadow banking* é um exemplo de como a utilização equivocada das ferramentas disponíveis pode contribuir para a formação da fragilidade; e de como é necessário um papel dinâmico do direito para fazer face a problemas como a arbitragem regulatória e a inovação financeira. A regulação das atividades dos intermediários bancários, combinada com os incentivos privados dos intermediários financeiros, levou a que estes expandissem as suas atividades para o sector de intermediação não-bancária utilizando esse modelo de negócio. Essa expansão levou ao crescimento das fragilidades pela expansão da pirâmide de meios de pagamento e à ocorrência da GFC. Naquela altura, talvez a utilização da ferramenta de aplicar uma medida financeira como preço pelo risco potencial criado para a gestão do ativo líquido e para as condições de liquidez talvez tivesse sido uma medida mais eficaz para limitar a criação de riscos evitando a arbitragem regulatória (medida seria aplicada às atividades dos intermediários bancários no sector de intermediação não-bancária, igualando os custos de

participar num ou no outro mercado). Parece, igualmente, ser uma medida mais eficaz do que a simples separação entre mercados, como implementada após a Grande Depressão.

Da mesma forma, a existência do *backstop* público levou a que o risco do modelo de *shadow banking* fosse mal precificado. Esse é outro exemplo de como essa norma levou à formação de fragilidades, sem que se aplicasse uma solução alternativa. A alternativa seria regular proibindo o acesso ao *backstop* público ou aplicar uma medida financeira correspondente ao risco criado. As medidas de resolução da crise acabaram por legitimar esse modelo de negócio; prosseguindo uma prática comum de suporte público deste modelo de atividade pelo menos desde a década de 1980 e que, no caso da GFC, se estenderam por quase uma década⁴⁰⁵.

Pela sua natureza reativa, o direito tem muita dificuldade em lidar com a regulação destas realidades dinâmicas. A norma jurídica aplicável deve, por isso, conter um elemento de discricionariedade vinculada: em vez de estatuições definitivas e estáticas (por exemplo, regras perentórias sobre aspetos materiais do balanço dos intermediários bancários), as normas devem prever molduras de conduta onde o ponto de ação é determinado por referência aos princípios normativos gerais e à medida disponível mais adequada no caso concreto. Por exemplo, ao invés de separar os mercados artificialmente, criar normas (de proibição, imposição de medidas financeiras, ou outras) com margens de riscos pré-determinados no ordenamento. Nesse tipo de norma é dada uma margem ao operador para implementar uma nova solução normativa concreta, conforme a avaliação que se faça da situação com referência aos princípios de gestão do ativo líquido (por exemplo, aplicar uma taxa que reflita o aumento de risco nas interligações entre intermediários, em vez de simplesmente as proibir).

Finalmente, deve ser referido que o papel do direito deve ter uma permanente dimensão internacional. Reconhecida tanto no modelo de atividade atual (de natureza global), como no modelo de mercados de intermediação financeira fechados. A dimensão internacional da gestão do ativo líquido a isso obriga. Isso implica que o Direito deve julgar as ferramentas utilizadas com base na comparação das soluções implementadas noutras jurisdições, de forma a evitar a

⁴⁰⁵ “Following the recent global financial crisis and the onset of the ensuing recession, central banks in the major advanced economies lowered policy rates rapidly to close to zero. Several central banks also implemented policy measures considered non-standard (see box), including outright purchases of large amounts of long-term bonds. This led to dramatic increases in the securities holdings of the Federal Reserve and the Bank of England (Graph 1).² In recent months, central banks have responded to the deepening European sovereign debt crisis and the faltering recovery in the major advanced economies by expanding the existing asset purchase programmes or adopting new measures, such as the Federal Reserve’s maturity extension programme (MEP) in September 2011.”. MEANING, JACK ; ZHU, FENG (2011), Pág. 71.

ocorrência de arbitragem regulatória com aquelas. Também esta função terá de ser desempenhada numa perspetiva dinâmica.

Mas mais do que isso: a natureza internacional da gestão do ativo líquido deve constituir uma fonte de direito transnacional originada tanto pela cooperação entre Estados como de entidades de natureza supranacional. Esta necessidade evidencia o requisito de que os Estados cooperem entre si (bilateralmente e em fóruns multilaterais) no preenchimento de lacunas nos regimes de atividades transnacionais. De certa forma, e como se verá no capítulo 5, esse foi um dos produtos mais importantes da intervenção após a GFC.

4.3 Os princípios jurídicos da gestão da liquidez

Em seguida, pretende-se detalhar os princípios ordenadores propostos como orientação da Estado na sua missão de gestão de liquidez. Eles têm, como ponto de referência, a descrição jurídica da liquidez feita no título anterior, e são detalhados pela importância fundamental que têm.

Este título tem principalmente uma natureza propositiva (normativa, como se diria na pesquisa económica), concretizando os postulados em propostas de princípios sobre este tema. Alguns princípios já estão expressamente previstos nos ordenamentos; outros podem ser presumidos a partir desses; e outros simplesmente não têm atualmente legitimidade jurídica (e, por isso, são puramente normativos).

Este esforço propositivo, no entanto, enfrenta dois tipos de problemas. Em primeiro lugar, parte do pressuposto da existência e funcionamento de uma economia de mercado. Mesmo na China, onde poderão colocar-se algumas dúvidas, pode dizer -se que, com maior ou menor dirigismo estatal, todas as jurisdições estudadas atendem a este pressuposto. Em todas existem mercados financeiros mais ou menos organizados; mais ou menos imperfeitos. Mas o estudo e os princípios encontram a óbvia limitação parcial de não poderem ser exportados para outros modelos (fáticos ou teóricos) em que não existe um mercado de serviços de intermediação financeira.

A segunda limitação decorre do enquadramento enquanto modelo de Estado Democrático de Direito. Em relação a este requisito, parece que apenas a China não atende esta característica. Por esse motivo, também aqui, não é possível exportar estas preocupações para Estados que não cumpram estes pressupostos.

4.3.1 Princípios sobre a partilha de informação interna e internacional

Sobre este tema, deve ser reconhecido o princípio da necessária preparação do Estado para a gestão do ativo líquido das condições de liquidez, e a regulação que lhe é inerente. O conteúdo material deste princípio compromete o Estado com a sua própria preparação para (i) a gestão regular do ativo líquido pela intervenção sobre as atividades de intermediação financeira, e para (ii) a gestão do seu papel enquanto *Lender of Last Resort*. Estes princípios dizem respeito essencialmente à ferramenta de supervisão.

4.3.1.1 Recolha de informação sobre o funcionamento do mercado

A recolha de informação sobre as atividades de intermediação financeira parece ser um dos objetivos de supervisão do Estado⁴⁰⁶. Existem diferenças de grau sobre a intervenção do Estado nas atividades de intermediação financeira. Mas essas diferenças de grau não prejudicam a ideia de que o Estado deve estar preparado para desempenhar esse papel, significando estar munido de informação suficiente para diminuir as assimetrias existentes em comparação com a informação detida pelos intermediários. Ou seja, a condição para que essa atuação seja útil é que o Estado detenha as ferramentas de informação necessárias. Antes de intervir, o Estado deve obter em tempo os documentos e informações necessários a tornar útil a sua ação⁴⁰⁷.

Isso é feito, ainda que imperfeitamente: os bancos centrais e as agências de regulação são bastante ativos e conhecedores dos mercados de intermediação financeira (bancária e não-bancária), o que é essencial para a condução das políticas económicas. É essencial que essa informação seja partilhada entre agências; e com o poder legislativo. O problema da construção institucional das agências de regulação é relevante (ainda que instrumental) por este motivo.

⁴⁰⁶ “Financial transactions involve a complex structure of explicit and perceived implicit contracts between firms and their customers, firms and the regulator, and the regulator and society. Accordingly, we emphasise the contractual nature of the relationship between the regulated firm and the regulator. Given different (asymmetric) information between regulators and firms, two dangers arise. First, the effective (implicit or explicit) contract may not be the optimal one ('adverse selection') when the regulator is misinformed about the characteristics (such as the effectiveness of internal controls) of a firm. Second, even with the most well-designed regulatory contract, a firm may sometimes have incentives covertly to break the contract ('moral hazard'). These dangers can cause market failures, which have to be addressed in the design of regulations, monitoring and supervision techniques.”: GOODHART, CHARLES A. E. [ET AL.] (1998), Pág. 190.

⁴⁰⁷ Isto mesmo foi reconhecido no *Dodd Frank Act*, onde foram atribuídas obrigações permanentes a certos órgãos públicos para reunir e compilar informações financeiras. Essas informações são preparatórias e destinam-se a dar elementos que orientem/justifiquem a intervenção do Estado. Ver section 151 e seguintes do ato. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2010).

Na prática, o Estado deve conduzir uma política monetária, cambial e fiscal onde a gestão do ativo líquido e das condições de liquidez sejam garantidas para permitirem a implementação dos objetivos políticos de segunda ordem; e, especialmente, evitando preventivamente (pelo recurso a ferramentas de política económica) eventos financeiros extremos (crises) que ponham em causa o ativo líquido, a estabilidade dos preços, os recursos dos cidadãos e da economia. O papel da supervisão é absolutamente crucial neste contexto de recolha preventiva de informação e formação de cenários possíveis⁴⁰⁸, pois apenas dessa forma se podem mapear e identificar os riscos privados que se estão a criar no sistema. Este papel de recolha e sistematização da informação parece, até, mais importante do que a efetiva criação de normas regulatórias; sendo absolutamente necessária para a tomada de decisão sobre qual ferramenta usar. É a informação recolhida que permitirá escolher o ponto certo de ação, dentro de uma moldura de possibilidades (como referido em relação ao papel do direito).

4.3.1.2 Cooperação internacional na recolha e partilha de informação

Um segundo princípio relativo a esta questão, é a evidência de que o Estado deve cooperar internacionalmente com os seus pares na gestão do ativo líquido e das condições de liquidez. Afinal, a própria noção de convertibilidade implica uma razão entre um bem próprio (a emissão de moeda soberana pelo Estado) e um bem que não é próprio (o ativo líquido, que existe no mercado). Sendo um recurso económico e escasso (de onde decorre o seu valor), é natural que venha a existir algum nível de concorrência entre os Estados (e, até, privados). Essa concorrência, no entanto, deve estar em equilíbrio com a manutenção de uma infraestrutura de mercado permanente (provavelmente uma rede de tratados e/ou mesmo contratos entre os entes responsáveis pela condução da política monetária e cambial).

Não é que na época do padrão ouro não fosse importante. Nem deve ser desprezada a natureza internacional do mercado financeiro até à Primeira Guerra Mundial (como visto no capítulo 1). Naquela altura essa necessidade coordenação e partilha de informação já era necessária, sendo a ausência de cooperação um dos aspetos que conduziu à não reparação das fragilidades no período histórico seguinte (com a Grande Depressão, autoritarismo e Guerra

⁴⁰⁸ “Distinction is made between regulation (the establishment of specific rules of behaviour), monitoring (observing whether the rules are obeyed), and supervision (the more general observation of the behaviour of financial firms). Each involves different issues.”. GOODHART, CHARLES A. E. [ET AL.] (1998), Pág. 189.

Mundial)⁴⁰⁹. Mas hoje, com a falta de disciplina do padrão ouro e a aumentada internacionalização das atividades económicas (a um nível incomparável com qualquer outro momento histórico), torna-se absolutamente crucial. O mercado simplesmente não existe, se não existir essa infraestrutura internacional de instituições e partilha de informação.

A manutenção da regra de convertibilidade e a própria soberania dos Estados também depende da existência desse arcabouço institucional⁴¹⁰. A atuação do BIS e a rede de swaps entre bancos centrais (especialmente do FED) são exemplos práticos disso mesmo⁴¹¹. Este aspeto está diretamente relacionado com a questão do papel do direito no preenchimento das lacunas existentes no espaço supranacional, entre jurisdições.

⁴⁰⁹ “The politicians having failed to lead in the immediate postwar settlement, it was left to the bankers to cobble something together, and this they proceeded to do. Just so the Dawes Plan of 1924 can be understood as an “initial recycling operation”, showing the world a possible way forward, and for a while it worked. (...) The boom over, now comes the bust, and here we see Charlie retracing the history he had recounted in World in Depression. As early as 1928, the US stock market boom had brought an end to the foreign lending boom that had been launched by the Dawes Plan (...). But the resulting credit crunch forced commodity dealers to liquidate their inventories, driving world commodity prices down: the first step in the Great Depression. (...) In the event, the Fed made some attempt to stem the collapse, but it was not nearly enough, and when hot money brought gold outflow the Fed reversed itself, raising the discount rate. (...) As earlier, the United States would not lead, and so Britain was left to soldier on as best as it could until it could no longer. Significantly, sterling depreciation in 1931 was not followed by Deutschmark depreciation – memory of hyperinflation stood in the way of rational economic response – exacerbating the international transmission of deflation.”. MEHRLING, PERRY (2022), Pág. 225 e 227.

⁴¹⁰ “The central issues are, therefore, the extent to which international factors undermine the power of exclusively national regulation, and whether, in an increasingly integrated global financial system, some or all of the objectives of regulation can be achieved only by abandoning autarky, implying that the design of effective regulatory structures can be met more effectively – or only - through various forms of international co-operation. The international dimension of regulation has both competitive neutrality and systemic implications. First, given that financial institutions and markets compete globally, regulation in national systems has the capacity to confer competitive subsidies or disadvantages. Second, this can have the effect of inducing regulatory arbitrage. This, in turn, creates a third potential hazard, namely international competition in laxity. In a highly interdependent global financial system the security of the whole may be only as secure as that of its weakest part, and hence all countries have an interest in the regulatory arrangements in all others. In addition, international operations have the potential to increase the impact of systemic failures resulting from the increasing interdependence of national financial systems. On the other hand, the greater opportunity for diversification between countries may lessen somewhat the probability of failure in the first place. As we noted earlier, the wider the ambit of financial intermediaries (both geographically and functionally) the less likely they should be to fail (because of the benefits of diversification), but the more serious would probably be the ramifications if such a failure nevertheless occurred. The potential danger is that systemic stability can be threatened because of a failure in a poorly regulated jurisdiction. Thus, risks can be spread, partly through the international interbank market, and the failure of an institution can have repercussions in other countries.” GOODHART, CHARLES A. E. [ET AL.] (1998), Pág 175.

⁴¹¹ “One indication of this is his [Charlie P. Kindleberger] repeated puzzlement in respect of why foreign lenders to US firms (and government) do not insist on lending in their own currency rather than dollars. The answer, as we know today, is that lenders can and do hedge exchange risk in FX swap markets and that the central bank swap network in effect operates as backstop to those private FX markets. The larger point is that, while the United States may well have become unable to lead, the global dollar system not only survived but even expanded, with central bank cooperation serving as key mechanism to put a floor underneath the muddle.”. MEHRLING, PERRY (2022), Pág. 256 e 257.

4.3.2 Princípios da gestão da liquidez como objetivo

Sendo o ativo líquido um recurso tão fundamental, a sua gestão não pode ser deixada ao arbítrio do decisor público; e nem às circunstâncias de facto existentes no momento da decisão. Isso mesmo já foi detalhado, na descrição jurídica da liquidez.

Ao Estado cabe a tutela dos objetivos coletivos e dos direitos difusos de todos os cidadãos, e não apenas dos incentivos privados dos intermediários financeiros

A gestão da liquidez é muito sensível a este ponto. Sendo o administrador da convertibilidade, o Estado tem o poder de fazer vencedores e perdedores; de decidir, numa crise financeira, quem “morre” e quem “sobrevive”. Ora, esse poder tão significativo não pode ser utilizado levianamente. Pelo contrário, deve estar em conformidade com princípios claros.

4.3.2.1 Princípio da concorrência de mercado

Por isso, ao administrar a liquidez, o Estado deve respeitar o princípio do funcionamento do mercado. Nele, em tese, os agentes estão em competição. Nessa competição, os agentes obterão os resultados correspondentes à eficiência da sua operação e aos riscos tomados. Da mesma forma que os retornos positivos pertencem a esses agentes, estes também devem arcar com os custos das suas más opções.

Não se ignora que, como descrito nos três primeiros capítulos deste trabalho, os intermediários financeiros bancários desenvolvem uma atividade com riscos especiais que os tornam suscetíveis a *runs*. Também que a sociedade beneficia dessa atividade e, por isso e até certos limites, deve conferir a proteção necessária a evitar uma situação de deflação e afetação da sua soberania. Essa escolha entre risco e benefício é resolvido pela intervenção do Estado nas atividades de intermediação financeira.

A regulação é apenas uma das ferramentas disponíveis para essa intervenção. Nem sempre a regulação é a melhor ferramenta para enfrentar essa questão. Outros arranjos alternativos, como por exemplo medidas de contribuições financeiras (para fundos de garantias de depósitos, ou fundos de resolução) parecem ser medidas mais justas e eficazes para lidar com os riscos.

Mas mais do que isso. Por vezes a própria intervenção pode ser indesejada. A própria competição e disciplina de mercado podem ser instrumentos extra-legais suficientes para garantir a gestão do ativo líquido e a soberania do Estado. Repare-se que, dependendo da sua

dimensão, a regulação pode até ser um obstáculo à concorrência no mercado pela criação de barreiras de entrada⁴¹², ou mesmo causa para a má precificação dos ativos (por exemplo, pelo efeito da garantia implícita ou da arbitragem regulatória).

A função de prestamista de última instância (*Lender of Last Resort*) também deve ser interpretado neste sentido. Este princípio deve ser utilizado como ferramenta para a correção de uma situação de instabilidade ou falha de mercado que coloca em causa o ativo líquido e a soberania do Estado. Não pode ser utilizado como argumento técnico-jurídico para socializar as perdas decorrentes de estratégias de riscos equivocadas. A ideia de *big government*, descrita por Minsky, não necessariamente autoriza o resgate de intermediários financeiros. Pelo contrário, esses mesmos recursos podem ser aplicados noutros sectores da economia como forma de sustentar a avaliação dos ativos e, dessa forma, indiretamente proteger também o nível de preços e os intermediários financeiros.

Nesse sentido, a existência de determinadas instituições consideradas *too big too fail* ou *too interconnected to fail* é inadmissível. São uma óbvia falha de mercado (concentração excessiva), com que os Estados (por motivos diferentes, propositalmente ou não) não têm conseguido lidar. De certa forma, são também o resultado do arranjo institucional pós-Grande Depressão⁴¹³. O resultado prático de impossibilitar a intervenção do Estado em certas instituições é, com certeza, tão indesejado como um sistema financeiro demasiado instável por fragmentado. Ambos colocam em causa o ativo líquido e a soberania do Estado.

4.3.2.2 Princípio da não-subsidiação de empresas inviáveis

⁴¹² “Regulation should not impede competition, but should support it; by addressing information asymmetries, it can enhance competition in the marketplace. However well intentioned, regulation has the potential to compromise competition and to condone, if not endorse, unwarranted entry barriers, restrictive practices, and other anti-competitive mechanisms. Indeed, historically regulation in finance has often been anti-competitive, but this is not an inherent property of regulation. Regulation and competition can be complementary. For example, regulation can make competition more effective in the marketplace by requiring the disclosure of relevant information that can be used by consumers in making informed choices.”. Ibid. Pág. 192 e 193

⁴¹³ “One of the lessons that had been learnt, rightly or wrongly, from the financial collapse in 1929–33 was that competition within the financial system was dangerous to the maintenance of stability. Such competition pared profit margins and hence the build-up of capital buffers. It encouraged banks to take on more risk in pursuit of higher profits. The more oligopolistic banking systems, for example in Canada and the United Kingdom, had fared better than the more competitive and less diversified system in the United States. Consequently, many of the “reforms” enacted in the 1930s were intentionally anticompetitive, limiting the interest rates that could be paid on deposits and limiting the scope of business that various groups of intermediaries could undertake. Thus housing mortgages would only be provided by some specified group of mortgage, housing finance, intermediaries, credit provision or personal sector purchases of consumer durables by another financial group, and so on.”. GOODHART, CHARLES A. E. (2010), Pág. 3.

O princípio da não subsidiação de empresas inviáveis está diretamente relacionado com este último. A utilização dos recursos da coletividade para subsidiar empresas que não são viáveis é um óbvio erro. E isso ocorre direta ou indiretamente: utilizando a política monetária para subsidiar instituições financeiras; ou utilizar as instituições financeiras para indiretamente subsidiar certas empresas.

Recorde-se: o motivo pelo qual se chama a esta subsidiação de “socialização de perdas”, é porque o ativo financeiro a garantir sobrevida são a capacidade de pagamento (os impostos a receber) do Estado. Isso é inaceitável, pelo risco moral que lhe está associado.

A regulação não pode ser um substituto da disciplina de mercado⁴¹⁴. O mesmo princípio aplicável à regulação deve observar-se para a utilização de suporte de última instância⁴¹⁵.

Afinal, o *big government* (e a função de *Lender of Last Resort*, ainda que não se confundam) não pode servir para afastar a disciplina de mercado. A instabilidade tende a aumentar se assim não for: por assumirem que serão resgatados, os gestores preferem posições de maior risco (com maior retribuição, se bem sucedidas) do que posições equilibradas⁴¹⁶. Num mercado competitivo, onde posições de risco elevado são punidas pela falência se não forem bem sucedidas, o gestor usualmente optará por uma estratégia mais ponderada, para não ser excluído do mercado⁴¹⁷.

Mais uma vez, o modelo de negócio de *shadow banking* é um exemplo perfeito de como a construção de estratégias de risco elevados são construídas com base nesta presunção de que

⁴¹⁴ “Regulation should reinforce, not replace, market discipline. Where possible, market discipline (e.g. disclosure) should be strengthened. This means creating incentives for private markets to reward good performance and to penalise hazardous behaviour.”. GOODHART, CHARLES A. E. [ET AL.] (1998), Pág. 193.

⁴¹⁵ “Even more, Charlie would go on to suggest that the problem now had become one of the government stepping in too often and too much as lender of last resort, even when there is no real threat to the system as a whole, so defeating the necessary discipline of the market: Many high-minded principles suffer from entropy or decay over time, and lender of last resort is one of them... Rather than move to having government takeover of the financial system, including banking, I would prefer to try to stuff the genie back into the bottle, reduce the last-resort function to a weapon of rare and occasional use. Significantly this follow-up was presented at City University Business School, where the audience would have been exactly those Charlie thought were becoming too accustomed to government bailout of their bad decisions.”. MEHRLING, PERRY (2022), Pág. 256.

⁴¹⁶ “The recent financial crisis has generated a heated debate about the effects of public-sector bailouts of distressed financial institutions. Most observers agree that the anticipation of being bailed out in the event of a crisis distorts the incentives faced by financial institutions and their investors. By insulating these agents from the full consequences of a negative outcome, an anticipated bailout results in a misallocation of resources and encourages risky behavior that may leave the economy more susceptible to a crisis.”. KEISTER, TODD (2012), Pág. 1.

⁴¹⁷ “Finally, market-based monitoring of banks in terms of more financial transparency is positively associated with bank efficiency. We find that an external auditor requirement, the strength of external auditor, and bank information disclosure are positively associated with bank operating efficiency, while generous deposit insurance coverage is negatively associated with bank operating efficiency. These results suggest the positive role that private monitoring can play in improving banking efficiency.”. BARTH, JAMES R. [ET AL.] (2013), Pág. 2891.

a disciplina de mercado não se aplica aos intermediários financeiros (historicamente os bancários; e hoje estendida aos não-bancários).

4.3.2.3 Princípio de suporte da economia real

Finalmente, a utilização do ativo líquido deve servir para suportar principalmente a economia real. Como anteriormente sustentado, a existência de um sistema financeiro em equilíbrio é apenas um de entre muitos objetivos económicos que o Estado deve ponderar, enquanto gere um ativo líquido escasso.

Como descrito por Keynes (e detalhado no capítulo 3), a economia desenvolve-se a par de um sistema financeiro que lhe está incorporado e da qual faz parte⁴¹⁸. Sendo certo que o sector financeiro é fundamental, o seu papel no desenvolvimento económico encontra alguns limites. A gestão do ativo líquido (através da política monetária, cambial e fiscal), deve ter em vista a satisfação das necessidades da coletividade, e não unicamente as das atividades de intermediação financeira (principalmente formadas por incentivos privados, como já visto).

Afinal, essas necessidades competem entre si (economia real e intermediação financeira)⁴¹⁹. O reflexo dessas atividades em prejuízos, desemprego e perda geral de bem-estar não devem ser, nem tolerados e muito menos acrescidos para permitir a sobrevivência de instituições financeiras.

Se algum nível de intervenção for necessário, a medida do seu limite deve ser o de evitar que a economia real sofra com dificuldade de obtenção de crédito (*credit crunch*), resultante das condições de instabilidade provocadas por eventuais estratégias equivocadas de algumas instituições financeiras. O ativo líquido deve ser utilizado com esse fim e limite, e não preservar a sobrevivência de intermediários financeiros (bancários ou não). A *Função de Lender of Last Resort* tem esse propósito específico, e não o de resgatar (direta ou indiretamente, via

⁴¹⁸ “One striking flaw of capitalism – which was identified by Marx and Keynes – is its inability to maintain a close approximation full employment over extended periods of time. Keynes recognized that capitalism is not merely market economy: it is also a financial system.”. MINSKY, HYMAN P. (1993), Pág. 10.

⁴¹⁹ “A capitalist economy can be viewed as a set of interrelated balance sheets and income statements. There are two ultimates in this formalization: firms, which own the capital stock of the economy, and households, which own the financial liabilities of other units as assets. Financial institutions stand between firms and households. Today to a large extent the liabilities (equities and debts) of firms are owned by financial intermediaries of one type or another and the assets of households are largely liabilities of financial intermediaries. These intermediaries – banks, savings institutions, insurance companies, mutual funds and pension funds to identify the most prominent financial intermediaries – are self, or profit, seeking institutions. In a modern capitalist economy maximizing behavior is not restricted to households and firms that own capital assets, for the entire array of financial intermediaries seek profits. Each profit seeking financial intermediary has an agenda of its own: they are not charitable institutions.”. Idem, ibidem. Pág.14.

sustentação de preços dos ativos no balanço) os intermediários financeiros (bancários e não-bancários).

O risco moral e a questão distributiva que lhe está associada é absolutamente fundamental, neste contexto. A afetação de recursos (especialmente os impostos) ao suporte da atividade privada de intermediação financeira coloca em causa a prossecução de outros objetivos políticos da comunidade. A conta é simples: se recursos do ativo líquido são direcionados para o suporte dos intermediários financeiros, menos sobrarão para os objetivos de educação, justiça, defesa, saúde, entre outros.

Sobre isto, um outro aspeto deve ser considerado: o perfil dos agentes poupadores. Afinal, não são apenas os intermediários financeiros os resgatados: os agentes excedentários também o são, potencialmente em detrimento de outras políticas públicas direcionadas à comunidade e/ou a sectores menos protegidos da comunidade. Especialmente neste segundo caso a questão agrava-se.

4.3.3 Princípios da questão institucional

A gestão do ativo líquido diz respeito a toda a comunidade política. Neste contexto, e como reportado acima, as questões institucionais não são irrelevantes. Afinal, a instituição democrática detém legitimidades diferentes, como detalhado anteriormente.

4.3.3.1 Princípio da supremacia do poder legislativo

A decisão sobre os principais aspetos da gestão do ativo líquido deve ser representativa das diversas visões da sociedade. A gestão do ativo líquido deve, num Estado de Direito Democrático, ser feita e controlada (na eventual parcela legalmente delegada) pela assembleia legislativa.

É verdade que este princípio vem sendo respeitado. Mesmo delegando importantes poderes de condução monetária e cambial, em agências governamentais (bancos centrais e agências de regulação dos mercados de intermediação financeira), a política fiscal conserva-se na esfera do legislativo.

A palavra-chave, nesta discussão, é captura. Sendo que a captura é possível de duas maneiras: captura política, no caso do poder legislativo; ou captura pelo sector regulado, no caso da agência ou do banco central. Esta escolha deve ser feita sabendo-se que algum aspeto

poderá ser prejudicado. O poder legislativo e as agências de política monetária encontram-se, pelo menos teoricamente, em situações opostas: uma muito transparente, mas sujeita a pressões políticas. A outra muito técnica, mas pouco transparente.

Assim, quando a condução da gestão do ativo líquido passa a ser competência de uma agência, em tese o caráter técnico das decisões será reforçado. Da mesma forma, essas decisões estarão menos expostas à discussão política do curto prazo, e não se sujeitam aos ciclos eleitorais. A gestão pelo poder legislativo pode sofrer essas consequências: diminuição técnica, e influência de visões políticas.

Mas a discussão será feita com níveis de transparência e controle da comunidade muito mais elevados. Por outro lado, a condução da política monetária pela agência representa uma diminuição da transparência na tomada de decisões. Como ocorrem fora da discussão política corrente, tendem a ser menos visíveis ao cidadão comum. Inclusive não ficando claro, para este, como essas decisões afetam a sua vida (e afetam, diretamente a sua vida). Essa falta de transparência permite, também, a captura da agência pelos participantes do mercado.

Na prática, nem os políticos são guiados apenas pelo calendário eleitoral; e nem os funcionários e diretores da agência se deixam capturar pelas entidades que regulam. Igualmente, os políticos também podem basear as suas opções em fundamentos técnicos que considerem apropriados. E funcionários e diretores da agência tomam decisões com base em critérios políticos.

O mundo é complexo. E, por esse motivo, é crucial que a discussão sobre a gestão do ativo líquido seja permanente e transparente para a comunidade. A discussão sobre a gestão do ativo líquido e da situação econômica tem de ocorrer, também, durante a condução corrente dos atos de gestão da agência. Até porque é nesses momentos de relativa normalidade é que a transparência é mais necessária.

Como se disse, o local onde essa discussão deve ocorrer é a sede do poder legislativo. Numa democracia, esse é o órgão mais representativo das várias perspectivas da sociedade. Não se exclui que há um papel para os órgãos técnicos e independentes, como as agências e os bancos centrais. Esse papel é importante, mas carece da legitimidade democrática e representatividade. Por isso esta questão não pode ser apenas de divisão de competência formal. A distribuição de competência deve respeitar materialmente estes critérios, o que nem sempre ocorre.

4.3.3.2 Princípios da transparência, independência e da prestação de contas

No exercício dos poderes, tanto o poder legislativo como as agências legalmente competentes devem agir com toda a transparência. Essa característica é mais evidente menos problemática no caso do órgão legislativo. Ela é menos evidente na ação das agências, que tendem a ser órgãos técnicos e tendencialmente independentes.

Mas a transparência é mais importante ainda nesse caso. Porque são exatamente essas características que as tornam suscetíveis de captura regulatória (como detalhado acima). A transparência é essencial, até como forma de aferir que o exercício da independência de que estas agências beneficiam, está a ser exercido em conformidade com as normas gerais sobre a gestão do ativo líquido.

Finalmente, e como referido anteriormente, a delegação deve pressupor a prestação de contas ao poder de onde a sua legitimidade advém (o poder legislativo). Esse procedimento é essencial à concretização da transparência na ação das agências. Mais do que isso, a delegação deve incluir a participação e envolvimento permanente do poder legislativo (especialmente no terceiro nível de aplicação das normas).

Tudo isto porque, pela sua falta de legitimidade democrática, a captura de uma agência ou banco central pelos seus regulados é um facto mais grave e atentatório da democracia, do que a decisão equivocada de um órgão de representação democraticamente eleito.

4.3.3.3 Princípio da preservação do mercado

Finalmente, ainda na questão institucional, deve ser aplicado o princípio da preservação da atuação institucional sobre o mercado. Este princípio está diretamente relacionado com os princípios do mercado. As autoridades de supervisão financeira (poder legislativo e agências) devem ter a competência e agir ativamente para evitar situações de oligopólio/monopólio que impossibilitem a sua atuação institucional e ponham em causa a gestão do ativo líquido.

Este princípio também pretende enfrentar o problema específico das instituições denominadas de “*too big*” ou “*too interconnected to fail*”. O motivo para a intervenção sobre estes conglomerados diz respeito (i) à sua captura e preponderância excessivas sobre o mercado, (ii) à impossibilidade factual que a sua implantação representa à atuação das instituições políticas, e, acima de tudo (iii) o poder que estas instituições passam a deter (se não intervencionadas) para colocar em causa o ativo líquido e a gestão das condições de liquidez.

Este princípio é composto pelos seguintes subprincípios (i) aplicação das normas de concorrência, para desmembramento de conglomerados excessivamente grandes, (ii) princípio da limitação dos níveis de exposição a contrapartes, para que haja limitação aos níveis de conexão a contrapartes específicas; e (iii) princípio da cooperação internacional sobre este tema⁴²⁰. Esta última dimensão é essencial, mais uma vez, como forma de tratar apropriadamente os intermediários financeiros que desenvolvem a sua atividade a nível global, e que representam um risco acrescido às diferentes comunidades e jurisdições.

4.4 A liquidez e a intervenção sobre a atividade de intermediação financeira

Nos primeiros capítulos deste trabalho procurou-se estudar a dinâmica histórica das atividades dos intermediários financeiros (bancários e não-bancários). Verificaram-se os incentivos dos intermediários financeiros (bancários e não-bancários) que justificam a existência de modelos de negócio como o *shadow banking*.

As lições históricas e os incentivos referidos justificam um certo nível de intervenção do Estado nas atividades dos intermediários financeiros. Ainda que ela se tenha focado principalmente nos intermediários bancários, essa intervenção abrange, na prática, todo o tipo de intermediários financeiros. Mais uma vez, as interligações entre intermediários (bancários e não bancários) que o modelo de *shadow banking* cria justificam a necessidade prática de tal intervenção abrangente.

Neste capítulo procurou-se responder à questão sobre o motivo da intervenção do Estado no sector de intermediação financeira. Como se viu, a estabilidade financeira não é um fim em si mesmo. O objetivo da regulação e supervisão financeira é a defesa da posição da coletividade e do Estado (enquanto ente soberano que tutela a coletividade e participante limitado das

⁴²⁰ “The increasing globalisation of banking and finance means that autarky is no longer a viable approach in financial regulation: regulation determined at the national level can be undermined by developments in other regulatory jurisdictions, and regulatory requirements in one country have impacts on others. A general problem in banking and securities regulation is that the jurisdiction of national regulators is smaller than the geographical business area of regulated financial institutions. There is no overriding international regulatory authority, since supervision and prudential regulation is conducted at the national level, whereas the issues have an international dimension. Different legal systems are involved; the powers and authority of individual central banks and bank supervisors vary considerably, as do institutional structures in different countries. Steil (1992) puts it as follows: ‘The global integration process in capital markets means that the system with which policy makers are concerned, extends over a multitude of regulatory jurisdictions’.”. GOODHART, CHARLES A. E. [ET AL.] (1998), Pág. 173.

dinâmicas do mercado, especialmente na esfera internacional) em relação à gestão do ativo líquido e das condições de liquidez⁴²¹.

Viu-se que, nesse contexto de intervenção, que o Estado detém certas ferramentas; e que o direito desempenha um papel no enquadramento normativo da intervenção, e na intervenção das atividades para a observância do enquadramento de proteção do ativo líquido.

A GFC foi o último grande desafio ao sistema de intervenção sobre as atividades de intermediação financeira. O modelo de negócio de *shadow banking*, desenvolvido após o fim da separação estrita entre intermediários bancários e não-bancários e como consequência da arbitragem regulatória, foi um dos grande motores para aquela crise.

O epicentro daquela crise foram os EUA, e nela o Estado escolheu os “vencedores” (por exemplo, a seguradora AIG que, ainda que em mau estado, sobreviveu, e os *dealers* do mercado financeiro) e os “perdedores” (claramente, o *Lehman Brothers*). O resgate do sistema financeiro naquela jurisdição terá custado cerca de 500 bilhões de dólares norte-americanos⁴²². Na EU os custos terão tido proporções menores quando comparados com os EUA; mas uma dimensão absoluta extremamente relevante⁴²³.

A dimensão daquela crise justificou uma resposta de intervenção sobre as atividades de intermediação financeira a nível internacional e de forma coordenada entre jurisdições, definida como a introdução de reformas “fundamentais” na atividade de intermediação bancária e não-bancária⁴²⁴. O próximo capítulo pretende analisar qual o nível de conformidade das iniciativas

⁴²¹ “A government can run a deficit during a recession without suffering a deterioration of its creditworthiness if there is a tax and spending regime in place that would yield a favorable cash flow (a surplus) under reasonable and attainable circumstances. There is nothing special about government debt, and a flight from government debt can occur. For a foreign-held debt such a flight will lead to a deterioration of the currency on the exchanges; for a domestic debt the flight can lead to inflation and a need to pay ever higher interest rates to have the debt held. Incidentally, if the central bank-the Federal Reserve-monetizes government debts in order to maintain its nominal price in the face of a deteriorating willingness to hold such debt, then there can be a run from the Federal Reserve as well as from commercial bank liabilities. Just as private business debts have to be validated by profits, as bank liabilities by receipts from assets, as a foreign debt by an export surplus, so government debt has to be validated by an excess of tax receipts over current expenditures. These validating cash flows need not be forthcoming at every moment of time; it is sufficient that reasonable circumstances exist in which a positive cash flow is generated. Thus, for government debt to retain its acceptability, the tax and spending programs must be in surplus-not now but when the war ends or when the unemployment rate is 6 percent or whatever.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 336 e 337.

⁴²² Estimativa dos custos de resgate nos EUA: HERBERT, TAM – “Here’s how much the 2008 bailouts really cost”. EUA: 21 de Fevereiro, 2019. *MIT Ideas Made to Matter* [Consult. 19.02.2023]. Disponível e WWW: <URL: <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/heres-how-much-2008-bailouts-really-cost>>.

⁴²³ Descrição dos custos de resgate em várias jurisdições da UE: REUTERS – “Here’s how much the 2008 bailouts really cost”. Reino Unido: 21 de Agosto, 2015. *Reuters* [Consult. 19.02.2023]. Disponível e WWW: <URL: <https://www.reuters.com/article/europe-banks-bailouts-idUKL5N10W0XJ20150821h>>.

⁴²⁴ “To address the market failures revealed by the crisis, the Committee is introducing a number of fundamental reforms to the international regulatory framework. The reforms strengthen bank-level, or

regulatórias com os princípios agora formulados, os incentivos presentes no modelo de negócio de *shadow banking* e a experiência histórica de intervenção Estatal na atividade privada de intermediação financeira (especialmente na atividade de intermediação bancária).

microprudential, regulation, which will help raise the resilience of individual banking institutions to periods of stress. The reforms also have a macroprudential focus, addressing system-wide risks that can build up across the banking sector as well as the procyclical amplification of these risks over time. Clearly these micro and macroprudential approaches to supervision are interrelated, as greater resilience at the individual bank level reduces the risk of system-wide shocks.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011), Pág. 1.

5. A INTERVENÇÃO SOBRE A INTERMEDIACÃO FINANCEIRA APÓS A GFC

Neste capítulo, analisam-se as principais alterações regulatórias implementadas após a GFC como forma de intervir nas atividades de intermediação financeira, incluindo os esforços para regular as atividades de *shadow banking*.

Em grande parte, o principal objetivo era o de corrigir os problemas evidenciados pela GFC. A urgência política do momento justificou a intensificação dos esforços coletivos internacionais já existentes. Como se verá, as iniciativas regulatórias empreendidas não alteraram substancialmente o modelo de funcionamento dos mercados (de intermediação bancária e não-bancária) descrito no capítulo 1. Apesar de largamente implementado, o arcabouço criado segue, em parte, em fase de implementação de medidas até hoje (quinze anos após o evento).

Naturalmente, essas ações tinham um objetivo mais alargado e cuidavam de todo o sector financeiro. No entanto, neste capítulo iremos visar diretamente aqueles que diretamente se relacionam com as atividades de intermediação bancária e com as atividades de intermediação não-bancária incluídas na definição de *shadow banking*.

Em traços gerais, pode dizer-se que as iniciativas que se irão descrever tinham cinco pontos fundamentais: (a) adequação da arquitetura institucional de supervisão (como se disse, respeitando a diferenciação comum entre mercado de intermediação bancária e intermediação não-bancária; (b) melhoria das infraestruturas de mercado e recolha e tratamento de dados sobre as atividades de intermediação (bancária e não-bancária); (c) regulação da liquidez (no sentido de convertibilidade) no balanço dos intermediários bancários e não-bancários, e das linhas de liquidez de emergência (liquidez no sentido do capítulo 4); (d) regulação dos balanços dos intermediários bancários; e (e) regulação das condições de resolução dos intermediários bancários. Eram estes os objetivos gerais estabelecidos na declaração da reunião do G20 ocorrida em 2009 em Pittsburgh⁴²⁵. O objetivo era alcançar uma reformulação completa da

⁴²⁵ “17. We committed to act together to raise capital standards, to implement strong international compensation standards aimed at ending practices that lead to excessive risk-taking, to improve the over-the-counter derivatives market and to create more powerful tools to hold large global firms to account for the risks they take. Standards for large global financial firms should be commensurate with the cost of their failure. For all these reforms, we have set for ourselves strict and precise timetables. 18. To reform the global architecture to meet the needs of the 21st century. After this crisis, critical players need to be at the table and fully vested in our institutions to allow us to cooperate to lay the foundation for strong, sustainable and balanced growth..”. G20 (2009).

atividade de intermediação financeira (especialmente a bancária). Após a GFC, não se permitiria o retorno ao “*banking as usual*”. Um objetivo político de grande ambição.

O presente estudo começa com a descrição dos empreendimentos internacionais realizados para alcançar esses objetivos. Depois, serão examinadas as regulações nacionais decretadas nos Estados Unidos da América, União Europeia, República Popular da China e Brasil, e como estas incorporaram internamente esses esforços internacionais. Finalmente, faz-se a revisão crítica das normas (internacionais e internas) implementadas.

5.1 Esforços internacionais

Com a crescente interação económica entre as diferentes jurisdições, a coordenação internacional ganhou uma relevância acrescida. Esta premissa é especialmente verdadeira quando se analisa a atividade dos mercados de intermediação bancária e não bancária. A dimensão internacional destas atividades tem vindo a desenvolver-se e a aumentar a um ritmo acelerado, pelo menos desde o final da década de 80 do século XX.

Mesmo antes da GFC, havia uma sensação de urgência em aprofundar os esforços de coordenação entre as jurisdições. Os standards de BASEL II, a criação da IOSCO em 2002 e a existência do grupo do *Financial Stability Forum* (sucedido pelo FSB) são todos exemplos de iniciativas justificadas por essa referida internacionalização da atividade. Esta foi, inclusivamente, a base sobre a qual se ergueram os esforços após a GFC. No entanto, após aquele evento, a urgência por uma cooperação aprofundada aumentou ainda mais. Aprofundou-se (harmonização e uniformização) o quadro comum global de regulação.

Por isso, as instituições e fóruns políticos já existentes adquiriram uma visibilidade política adicional. Nos anos seguintes à GFC, foram realizadas múltiplas iniciativas ao abrigo do mandato atribuído a estas entidades. Os resultados alcançados (sob a forma de *standards* internacionais efetivamente implementados nas jurisdições cooperantes) é substancial. O foco das autoridades começou a mudar apenas com a questão da crescente inserção de tecnologia na intermediação financeira, primeiro; e, definitivamente, com a pandemia de Covid-19 e os choques económicos que se seguiram.

Um aspeto material dessa vontade política, foi a relevante mudança institucional ocorrida na cooperação internacional. Anteriormente, as instituições multilaterais existentes com um mandato de cooperação nos setores bancário e financeiro, eram figuras e fóruns tradicionais de diplomacia e direito internacional. Pela sua natureza, esses entes têm uma

capacidade política limitada para intervir. Desempenhavam o seu papel com essas limitações: atuavam principalmente de forma independente (no sentido em que tinham a sua própria institucionalidade jurídica, independente da dos Estados membros) e dependiam das iniciativas dos Estados membros, ao abrigo das regras legais sobre o seu ato institucional. Depois da GFC essa situação alterou-se. Não porque tenha mudado a natureza das instituições. Mas antes porque a liderança política dos esforços internacionais deixou de estar nestas instituições.

Tais esforços passaram a ser liderados por uma nova instituição nascida da vontade política do G20 – o FSB. Essa é a grande diferença entre o pré e o pós-GFC nesta esfera: o sentido de urgência em relação à coordenação internacional. Essa consciência já existia (vejam-se os acordos de BASEL ou a criação da IOSCO), mas a ela juntou-se uma forte vontade política de regular o sector de intermediação financeira. Não pode deixar de ser dito: há época, um setor visto como negligente e responsável pela GFC⁴²⁶.

Na realidade, esses entes ou estruturas foram mais estruturas de execução de políticas bilaterais entre Estados, do que instituições de política internacional. Esta evidência sugere duas conclusões principais: as consequências da GFC exortaram os Estados a agir e a criar um quadro comum internacional para as atividades do setor financeiro; e, ao mesmo tempo, a liderança factual do G20 e do FSB conduziu a uma relativização do papel desempenhado por organizações multilaterais (com prejuízo para Estados de menor dimensão económica).

Consequentemente, os esforços internacionais podem ser descritos como a ação conjunta das organizações multilaterais já existentes (como o FMI, o BIS e a IOSCO) lideradas e supervisionadas pelo FSB (como agente político mandatado pelo G20). Estas ações contribuíram para a criação de um quadro mais complexo e detalhado para as atividades internacionais do sector financeiro e para a criação de *standards* para as autoridades públicas e os reguladores.

5.1.1 As iniciativas do G20 e do *Financial Stability Board* – FSB

O G20 é um fórum político informal onde os Estados que representam as economias mais desenvolvidas do mundo se reúnem para discutir assuntos internacionais. Tal fórum não tem existência institucional ou mandato internacional. Apesar de multilateral, é materialmente

⁴²⁶ “To make sure our regulatory system for banks and other financial firms reins in the excesses that led to the crisis. Where reckless behavior and a lack of responsibility led to crisis, we will not allow a return to banking as usual.”. G20 (2009).

diferente de uma organização internacional (aproximando mais de relações políticas internacionais bilaterais). Apesar de não ser uma reunião representativa da sociedade internacional, uma vez que apenas um pequeno número de Estados participa nele, é geralmente encarada como uma reunião útil onde alguns problemas podem ser resolvidos de uma forma mais ágil.

Isso parece ser o caso na resposta internacional à GFC: o G20 agiu rapidamente, apoiando uma agenda para dar respostas às questões levantadas com a depressão financeira e económica. O FSB foi o instrumento institucional utilizado para alcançar os objetivos políticos do G20 em matéria de intervenção sobre a atividade de intermediação financeira⁴²⁷.

O FSB é o sucessor dos objetivos do Fórum de Estabilidade Financeira (FSF), embora com uma institucionalidade acrescida. O FSB é uma associação incorporado sob as leis da Suíça, e o seu principal objetivo, como indicado na sua Carta é coordenar reguladores nacionais e instituições internacionais de Regulação⁴²⁸.

O mandato definido na sua carta compreende diferentes tarefas, tais como a avaliação da sustentabilidade das atividades financeiras⁴²⁹, a identificação de vazios regulatórios⁴³⁰, a emissão de orientações e *standards*⁴³¹, e a coordenação entre as diferentes instituições dos Estados membros⁴³². Por conseguinte, o FSB atua, quer diretamente quer através de esforços

⁴²⁷ “19. We designated the G-20 to be the premier forum for our international economic cooperation. We established the Financial Stability Board (FSB) to include major emerging economies and welcome its efforts to coordinate and monitor progress in strengthening financial regulation.”. Idem, ibidem.

⁴²⁸ “The Financial Stability Board (FSB) is established to coordinate at the international level the work of national financial authorities and international standard-setting bodies (SSBs) in order to develop and promote the implementation of effective regulatory, supervisory and other financial sector policies. In collaboration with international financial institutions, the FSB will address vulnerabilities affecting financial systems in the interest of global financial stability”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2012a).

⁴²⁹ “Article 2. Mandate and tasks of the FSB - (1) As part of its mandate, the FSB will: (a) assess vulnerabilities affecting the global financial system and identify and review on a timely and ongoing basis within a macroprudential perspective, the regulatory, supervisory and related actions needed to address them, and their outcomes; (...) (j) undertake any other tasks agreed by its Members in the course of its activities and within the framework of this Charter.”. Idem, ibidem.

⁴³⁰ “Article 2. Mandate and tasks of the FSB - (1) As part of its mandate, the FSB will: (...) (c) monitor and advise on market developments and their implications for regulatory policy; (...) (g) support contingency planning for cross-border crisis management, particularly with respect to systemically important firms; (...)”. Idem, ibidem.

⁴³¹ “Article 2. Mandate and tasks of the FSB - (1) As part of its mandate, the FSB will: (...) (d) advise on and monitor best practice in meeting regulatory standards; (...) (f) set guidelines for and support the establishment of supervisory colleges; (...)”. Idem, ibidem.

⁴³² “Article 2. Mandate and tasks of the FSB - (1) As part of its mandate, the FSB will: (...) (b) promote coordination and information exchange among authorities responsible for financial stability; (...) (e) undertake joint strategic reviews of and coordinate the policy development work of the international standard setting bodies to ensure their work is timely, coordinated, focused on priorities and addressing gaps; (...) (i) promote member jurisdictions’ implementation of agreed commitments, standards and policy recommendations through monitoring of implementation, peer review and disclosure; and (h) collaborate with the International Monetary Fund (IMF) to conduct Early Warning Exercises; (...)”. Idem, ibidem.

de coordenação e cooperação, juntamente com diferentes instituições multilaterais e com os representantes das jurisdições participantes. No entanto, o âmbito do seu papel é estritamente político e não legislativo ou regulatório. O FSB só pode definir práticas recomendadas e não tem poderes regulamentares obrigatórios para os Estados participantes.

O G20 referiu-se ao *shadow banking* como uma potencial fonte de instabilidade para o sistema financeiro. Por esse motivo, conferiu mandato expreso ao FSB para fazer o seu acompanhamento. Nomeadamente, a preparação pelo FSB de avaliações periódicas e específicas para acompanhamento das atividades de *shadow banking*; bem como a preparação de *standards* destinados regular estas atividades. O FSB passou a ser a instituição mais importante no acompanhamento internacional das atividades de *shadow banking* e na avaliação de riscos daí decorrentes.

Sobre este tema, a iniciativa mais importante a mencionar é o relatório anual sobre as atividades de *shadow banking* (desde 2019 referido como *non-bank intermediation*). A importância desta análise é determinar o âmbito das atividades de *shadow banking* e acompanhar a sua evolução.

Quanto à criação de normas para diminuir as ameaças à estabilidade financeira relacionadas com as atividades de *shadow banking*, podemos referir-nos a duas iniciativas diferentes. Em primeiro lugar, as ações diretas do FSB para emitir *standards* e diretrizes aplicáveis às atividades de *shadow banking*. Como exemplos, podem ser mencionadas (i) a *Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, de 29 de Agosto de 2013; (ii) o *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - An Overview of Policy Recommendations*, de 29 de Agosto de 2013, e (iii) o *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*. Estas normas e recomendações políticas são, obviamente, abstratas e dependem do trabalho e da implementação das organizações estatais e internacionais. Consistem principalmente em normas que criam instrumentos de mercado para aumentar a supervisão a determinadas entidades, igualar o acesso à informação aos participantes no mercado e aos reguladores; e a emissão de recomendações políticas dirigidas às autoridades públicas sobre a supervisão prudencial das entidades e atividades de *shadow banking*.

Em segundo lugar, em paralelo com o mandato direto do FSB, a sua interação com outras instituições para o estabelecimento de práticas e normas de cooperação e coordenação. Estes não se referem exclusivamente e/ou mesmo diretamente às atividades de *shadow banking*. Pode também ser mencionada a iniciativa do FSB que aborda outros domínios regulamentares,

com consequências indiretas para as atividades de intermediação bancária e o *shadow banking*. Neste contexto, o FSB conduziu iniciativas relevantes com (i) o FMI, especialmente trabalhando em conjunto na emissão do *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, de Outubro de 2009, (ii) o BIS, na definição dos princípios políticos que orientaram o projeto de normas de BASEL III; (iii) a IOSCO, sobre vários assuntos relacionados com a resiliência dos mercados financeiros e entidades/atividades incluídas na definição de *shadow banking*; (iv) com a IAIS, na emissão dos *Insurance Core Principles, Standards, Guidance and Assessment Methodology*, como atualizado em Novembro de 2017, e revistos em 2019, (v) o Banco Mundial, com os *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*, na sua versão de 2011, e revistos em 2016 e 2021, (vi) com a OCDE, estabelecendo os *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, de Setembro de 2015, revistos em 2023, e (vii) a IADI emitindo os *IADI Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*, de Novembro de 2014. De referir, também o *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, standard*, sobre os princípios gerais que devem ser observados pelos regimes de resolução.

A partir desta breve descrição, é possível classificar os esforços do G20, implementados através do FSB, como amplos e abrangentes. Pretendia (i) criar normas mínimas em toda a indústria, (ii) aumentar e igualar o acesso e a qualidade da informação aos participantes no mercado, e (iii) fornecer informações sobre as ações prudenciais e intervenções regulamentares das autoridades públicas.

Do ponto de vista da intermediação bancária e do *shadow banking*, os esforços mais relevantes liderados pelo FSB parecem ser os realizados com o FMI, o BIS e a IOSCO. Por conseguinte, esses esforços serão mais pormenorizados.

5.1.2 As iniciativas do FMI

Apesar de o mandato institucional do FMI não se relacionar com a criação de normas ou coordenar os esforços internacionais em matéria de atividades bancárias, de valores mobiliários e/ou de *shadow banking*, estas ainda são indiretamente relevantes para o papel desempenhado por esta organização na prestação de assistência financeira de emergência aos Estados em dificuldades financeiras.

O já mencionado relatório do FMI (acima, preparado em conjunto com o FSB) é o exemplo mais relevante de uma iniciativa relevante para a discussão em curso. Decorre de uma

ação conjunta empreendida juntamente com o FSB e o BIS. Esses padrões visam proporcionar às autoridades estatais um quadro comum internacional para identificar as instituições financeiras que podem constituir uma ameaça à estabilidade financeira (vulgarmente conhecidas como instituições "too big to fail"). Sendo o fornecedor de liquidez de último recurso aos Estados, o FMI tem um interesse especial em ajudar as autoridades a identificar esses grupos. Esta identificação é crucial para ajudar os reguladores a implementar controlos macroprudenciais, reforçando a estabilidade financeira global e local.

A avaliação determina que esta classificação deve ser um processo não binário em curso, que considera características endógenas dos mercados (ambiente económico, localização geográfica) e das instituições (dimensão, falta de substituíbilidade e interligação)⁴³³. Os canais diretos e indiretos devem ser considerados na avaliação, e devem ser examinados na perspetiva internacional, e não apenas local.

Também vale a pena mencionar, em relação aos esforços do FMI, o *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles* de 1999 e o *Code of Good Practices on Fiscal Transparency* de 2007. Apesar de terem sido emitidas antes da GFC, devem ser mencionados como um exemplo dos esforços anteriores existentes para aumentar a transparência em matéria de política fiscal (elemento essencial, como se viu, para a gestão do ativo líquido e das condições de liquidez).⁴³⁴.

⁴³³ "A high degree of judgment founded in a detailed knowledge of the functioning of the financial system will thus be required in any assessment. Authorities will need to draw on an intimate knowledge of their financial system as part of the assessment, and judgment of systemic importance cannot be based simply on quantitative indicators/methods. Qualitative analysis will require a system-wide approach, similar to that used in the preparation of financial stability analysis as part of national financial stability reports or FSAP assessments." FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL [et. al] (2009), Pag. 8.

⁴³⁴ "12. The focus of the Code is on transparency. While good transparency practices for the formulation and reporting of monetary and financial policies help to contribute to the adoption of sound policies, the Code is not designed to offer judgments on the appropriateness or desirability of specific monetary or financial policies or frameworks that countries should adopt. Transparency is not an end in itself, nor is transparency a substitute for pursuing sound policies; rather, transparency and sound policies are better seen as complements. In the realm of financial policies, there are complements to this code that go beyond transparency to promote good policies, notably the Core Principles for Effective Banking Supervision formulated by the Basel Committee for Banking Supervision, the Objectives and Principles of Securities Regulation formulated by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), and standards being developed by the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), the International Association of Insurance Supervisors (IAIS), and the International Accounting Standards Committee (IASC). As these and other financial sector groupings develop and make significant adjustments in their principles and standards as they relate to transparency practices for financial agencies (e.g., in data dissemination requirements for financial agencies), this Code may have to be adjusted accordingly. 13. The Code is directed at the transparency requirements of central banks and financial agencies, not at the transparency procedures relating to firms and individual institutions. However, the benefits of transparency for monetary and financial policies may be fostered by appropriate policies to promote transparency for markets in general, for the institutions that are being supervised, and for self-regulatory organizations. 14. Monetary and financial policies are interrelated and often mutually reinforcing, with the health of the financial system affecting the conduct of monetary policy and vice versa." FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2007), Pag. 7.

Por último, o FMI apresenta periodicamente relatórios sobre as atividades financeiras globais no seu *Economic Outlook Report* e no *Global Financial Stability Report*. O objetivo dessas avaliações periódicas é a identificação precoce de quaisquer ameaças existentes ou emergentes à estabilidade financeira e económica, internacional e local. Concretamente, o *shadow banking* é uma das atividades que tem sido mencionada, colocando alguns riscos para a estabilidade financeira, em alguns desses relatórios recentes.

O FMI desempenha a importante tarefa de normalização da informação financeira, permitindo a comparabilidade entre os dados das jurisdições. Estão disponíveis três tipos diferentes de normas para jurisdições: *The General Data Dissemination System*, *The Special Data Dissemination Standards*, e o *Special Data Dissemination Standards Plus*. O que os diferencia é tanto o nível de detalhe dos dados disponibilizados, como a periodicidade da sua partilha.

Estas normas são especialmente importantes, uma vez que permitem a execução da avaliação e da comparabilidade das informações entre os Estados participantes. Especificamente sobre o relatório FSAP, cada um é específico para uma certa jurisdição (Estado ou área económica). O FSAP é principalmente um procedimento voluntário, com exceção de algumas jurisdições que detêm uma parte importante dos ativos financeiros globais. Para aqueles, o FSAP é obrigatório. É realizado unicamente pelo FMI para economias desenvolvidas; e, juntamente com o Banco Mundial, para economias em desenvolvimento.

A GFC provocou algumas alterações na avaliação do FSAP, que agora também incluem análise de preparação para gestão de crises internas e internacionais no escopo da análise⁴³⁵. Essa necessidade de análise foi identificada em 2009, na avaliação da resposta à GFC. Os últimos relatórios do exercício de FSAP disponíveis foram analisados e são utilizados neste trabalho, em relação às jurisdições relevantes.

5.1.3 As iniciativas do BIS

Durante a GFC foram identificadas algumas deficiências no que diz respeito às atividades bancárias: deficiências dos modelos de negócio, perceção errada de risco, controlos

⁴³⁵ “(i) the assessment of macroprudential risks and policies; (ii) the evaluation of crisis preparedness and crisis management frameworks; (iii) the analysis of cross-border linkages and spillovers; and (iv) the incorporation of the emerging global regulatory and supervisory reform agenda in the assessments FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2014), Pag. 9.

internos fracos, fragilidades informativas, entre outras. A tentativa de correção dessas deficiências foi efetuada, no panorama internacional, pelo BIS. Mas, também aqui, não houve uma rutura de paradigma.

Afinal, e bem antes da GFC ocorrer, já existia um quadro de *standards* internacionais aplicáveis às atividades de intermediação bancária. A harmonização internacional das normas de capital regulatório foi adotada pela primeira vez por um grupo de Estados no ano de 1988, sob a forma das regras conhecidas como BASEL I. Era importante, na altura, proporcionar alguma coerência normativa às atividades internacionais dos intermediários bancários, criando requisitos de capital específicos e procedimentos de cálculo que tornassem os balanços dos intermediários bancários sediados em diferentes jurisdições comparáveis e com solidez financeira mínima similar.

Em 1996, BASEL I foi alterada para incluir requisitos de capital calculados de acordo com o risco de mercado. No entanto, estas normas não eram suficientemente profundas para as necessidades da indústria e para a padronização das normas regulamentares estatais. Esta é a razão pela qual, em junho de 2006, um grupo de Estados adotou um novo conjunto de normas conhecidas como BASEL II. Este novo quadro pretendia aumentar o nível de coordenação entre as diferentes jurisdições, acrescentando aos requisitos de capital outras disposições. BASEL II representou uma grande complexificação da regulação bancária transfronteiriça, sendo um aprofundamento aos *standards* de BASEL I.

BASEL II ainda estava a ser implementada quando a GFC eclodiu e, por essa razão, nunca chegou a ser aplicada na totalidade. As autoridades estatais perceberam que as deficiências reveladas durante a GFC não seriam devidamente abordadas com aquelas regras. Os Estados concordaram, então, em rever e chegar a acordo sobre um novo quadro internacional ainda mais detalhado.

BASEL III baseou-se na mesma abordagem de três pilares usado em BASEL II⁴³⁶. O primeiro pilar diz respeito aos requisitos de capital, abordados desde BASEL I. O segundo pilar, introduzido com BASEL II, está relacionado com os esforços de supervisão e regulação do

⁴³⁶ “7. The Basel Committee is raising the resilience of the banking sector by strengthening the regulatory capital framework, building on the three pillars of the Basel II framework. The reforms raise both the quality and quantity of the regulatory capital base and enhance the risk coverage of the capital framework. They are underpinned by a leverage ratio that serves as a backstop to the risk-based capital measures, is intended to constrain excess leverage in the banking system and provide an extra layer of protection against model risk and measurement error. Finally, the Committee is introducing a number of macroprudential elements into the capital framework to help contain systemic risks arising from procyclicality and from the interconnectedness of financial institutions.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011), Pag. 2..

Estado. Finalmente, o terceiro pilar, também introduzido com BASEL II, no que respeita às normas e requisitos de transparência das instituições.

Olhando para trás, não há comparação entre as diferentes versões dessas normas: BASEL I foi apenas um conjunto limitado de padrões gerais e básicos, enquanto BASEL II e BASEL III são uma regulação completa das atividades internacionais de intermediação bancária internacionais. As atuais regras de BASEL III trouxeram um nível de complexidade sem precedentes às normas internacionais aplicáveis às atividades de intermediação bancária.

Finalmente, cabe dizer que o foco destas normas é a regulação das atividades dos intermediários bancários com atividade internacional. Ainda assim, as normas criam um padrão que se pode estender a intermediários bancários domésticos.

O primeiro pilar, como já foi referido, faz parte da regulamentação internacional desde o início das normas de BASEL I. Embora os requisitos de capital, como estabelecido em BASEL III, sejam substancialmente diferentes dos determinados em BASEL I⁴³⁷. Pode dizer-se que já não se trata de normas simples de harmonização, mas sim de um quadro abrangente que direciona as atividades de intermediação bancária e a ação dos reguladores estatais. Com efeito, neste primeiro pilar o risco de crédito, o risco de mercado e o risco operacional das atividades dos intermediários bancários estão agora padronizados internacionalmente.

Todos os diferentes níveis de risco dos ativos são medidos contra o capital mínimo dos bancos, compostos por dois níveis diferentes. O primeiro nível (*Tier 1*) é constituído em primeiro lugar pela *Common Equity Tier 1*, que consiste principalmente em capitais próprios e lucros retidos; e por *Additional Tier 1 Capital*, que consiste, por exemplo, em instrumentos de dívida subordinados aos demais instrumentos do passivo, que não têm maturidade e cujo

⁴³⁷ “8. It is critical that banks’ risk exposures are backed by a high quality capital base. The crisis demonstrated that credit losses and write-downs come out of retained earnings, which is part of banks’ tangible common equity base. It also revealed the inconsistency in the definition of capital across jurisdictions and the lack of disclosure that would have enabled the market to fully assess and compare the quality of capital between institutions. 9. To this end, the predominant form of Tier 1 capital must be common shares and retained earnings. This standard is reinforced through a set of principles that also can be tailored to the context of non-joint stock companies to ensure they hold comparable levels of high quality Tier 1 capital. Deductions from capital and prudential filters have been harmonised internationally and generally applied at the level of common equity or its equivalent in the case of non-joint stock companies. The remainder of the Tier 1 capital base must be comprised of instruments that are subordinated, have fully discretionary noncumulative dividends or coupons and have neither a maturity date nor an incentive to redeem. Innovative hybrid capital instruments with an incentive to redeem through features such as step-up clauses, currently limited to 15% of the Tier 1 capital base, will be phased out. In addition, Tier 2 capital instruments will be harmonised and so-called Tier 3 capital instruments, which were only available to cover market risks, eliminated. Finally, to improve market discipline, the transparency of the capital base will be improved, with all elements of capital required to be disclosed along with a detailed reconciliation to the reported accounts.”. Idem, ibidem, Pág.2.

reembolso não é devido a pedido do seu titular. O nível 2 (*Tier 2*) consiste, por exemplo, em instrumentos de dívida subordinada com um prazo de vencimento de, pelo menos, cinco anos.

Os intermediários bancários observarão um rácio de capital mínimo de 4,5% para *Common Equity Tier 1*, em todos os momentos. O *Tier 1* de capital deverá ter um total mínimo de 6%, a todos os momentos. O total de capital (*Tier 1* mais *Tier 2*) deverá ser sempre, no mínimo, de 8%. Adicionalmente, os intermediários bancários deverão ainda manter um rácio de 2,5% para a Reserva de Conservação de Capital (*Capital Conservation Buffer*) e de Reserva Contra Cíclica (*Countercyclical Buffer*) em percentagem variável (0% a 2,5%). Todos estes rácios são calculados com base no RWA de cada ativo. As instituições financeiras identificadas como sistemicamente importantes para a sua dimensão de mercado estão sujeitas a exigências adicionais de capital (2,5% *Capital Surcharge for G-SIFIs* e o *National SIFI Buffer*). O principal objetivo destes requisitos de capital é (i) garantir a solvibilidade e liquidez das instituições (seja em condições normais de negócio, ou para permitir a intervenção do Estado em tempos de crise), (ii) refletir nos requisitos de capital a sua dimensão e complexidades, e (iii) dotar as instituições financeiras dos recursos necessários para os tornar agentes contra cíclicos, em tempos de crise⁴³⁸.

O risco ponderado de cada ativo por um fator de multiplicação expresso numa percentagem, e o objetivo é que o capital exigido, reflita o risco de cada ativo. As fórmulas de cálculo também são determinadas no texto de BASEL III⁴³⁹ e incentiva os intermediários

⁴³⁸ “18. One of the most destabilising elements of the crisis has been the procyclical amplification of financial shocks throughout the banking system, financial markets and the broader economy. The tendency of market participants to behave in a procyclical manner has been amplified through a variety of channels, including through accounting standards for both mark-to-market assets and held-to-maturity loans, margining practices, and through the build up and release of leverage among financial institutions, firms, and consumers. The Basel Committee is introducing a number of measures to make banks more resilient to such procyclical dynamics. These measures will help ensure that the banking sector serves as a shock absorber, instead of a transmitter of risk to the financial system and broader economy. 19. In addition to the leverage ratio discussed in the previous section, the Committee is introducing a series of measures to address procyclicality and raise the resilience of the banking sector in good times. These measures have the following key objectives: - dampen any excess cyclicality of the minimum capital requirement; - promote more forward looking provisions; - conserve capital to build buffers at individual banks and the banking sector that can be used in stress; and - achieve the broader macroprudential goal of protecting the banking sector from periods of excess credit growth.”. Idem, ibidem, Pag. 8.

⁴³⁹ “11. One of the key lessons of the crisis has been the need to strengthen the risk coverage of the capital framework. Failure to capture major on- and off-balance sheet risks, as well as derivative related exposures, was a key destabilising factor during the crisis. 12. In response to these shortcomings, the Committee in July 2009 completed a number of critical reforms to the Basel II framework. These reforms will raise capital requirements for the trading book and complex securitisation exposures, a major source of losses for many internationally active banks. The enhanced treatment introduces a stressed value-at-risk (VaR) capital requirement based on a continuous 12-month period of significant financial stress. In addition, the Committee has introduced higher capital requirements for so-called resecuritisations in both the banking and the trading book. The reforms also raise the standards of the Pillar 2 supervisory review process and strengthen Pillar 3 disclosures. The Pillar 1

bancários a terem os seus modelos de risco (em vez de dependerem excessivamente da notação de crédito externo das agências de rating)⁴⁴⁰.

O risco de crédito é calculado em duas abordagens alternativas diferentes, a abordagem padronizada (*standardised approach*, que estabelece uma base comparação mínima para todos os intermediários bancários), ou a abordagem do próprio modelo económico e financeiro do intermediário bancário (*internal-ratings base approach*), escolhida pela instituição (com a aprovação prévia, e seguindo as normas do regulador).

Já o risco operacional é calculado alternativamente no âmbito da Abordagem do Indicador Básico (*basic indicator approach*), da Abordagem Padronizada (*standard approach*) e da Abordagem Avançada de Medição (*advanced measurement approach*).

Finalmente, o risco de mercado é calculado ao abrigo da Abordagem Padronizada (*simplified standardised approach*) ou da Abordagem do Modelo Interno (*internal models approach*).

Em todos os casos, a principal diferença entre as diferentes abordagens a todos os tipos de riscos, é a autonomia dos bancos na determinação e medição dos mesmos. Estas são normas mínimas, que podem e devem ser adaptadas aos modelo de negócio específicos do intermediário bancário e à sua gestão de riscos. Não obstante, as regras e controlos internos do banco em matéria de gestão de riscos devem respeitar as normas mínimas para cada tipo de ativo ou empresa, as obrigações de reporte e as regras de governação que BASEL III estabelece, com especial foco no papel dos testes de stress⁴⁴¹.]

and Pillar 3 enhancements must be implemented by the end of 2011; the Pillar 2 standards became effective when they were introduced in July 2009. The Committee is also conducting a fundamental review of the trading book. The work on the fundamental review of the trading book is targeted for completion by year-end 2011. 13. This document also introduces measures to strengthen the capital requirements for counterparty credit exposures arising from banks' derivatives, repo and securities financing activities. These reforms will raise the capital buffers backing these exposures, reduce procyclicality and provide additional incentives to move OTC derivative contracts to central counterparties, thus helping reduce systemic risk across the financial system. They also provide incentives to strengthen the risk management of counterparty credit exposures.". Idem, ibidem, Pag. 3.

⁴⁴⁰ "15. Finally, the Committee assessed a number of measures to mitigate the reliance on external ratings of the Basel II framework. The measures include requirements for banks to perform their own internal assessments of externally rated securitisation exposures, the elimination of certain "cliff effects" associated with credit risk mitigation practices, and the incorporation of key elements of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies into the Committee's eligibility criteria for the use of external ratings in the capital framework. The Committee also is conducting a more fundamental review of the securitisation framework, including its reliance on external ratings.". Idem, ibidem, Pag. 4.

⁴⁴¹ "20. The Basel II framework increased the risk sensitivity and coverage of the regulatory capital requirement. Indeed, one of the most procyclical dynamics has been the failure of risk management and capital frameworks to capture key exposures – such as complex trading activities, resecuritisations and exposures to off-balance sheet vehicles – in advance of the crisis. However, it is not possible to achieve greater risk sensitivity across institutions at a given point in time without introducing a certain degree of cyclicity in minimum capital requirements over time. The Committee was aware of this trade-off during the design of the Basel II framework

As normas trazem também novas medidas e requisitos para a gestão da liquidez. Indo além das meras diretrizes estabelecidas em BASEL II, BASEL III cria dois requisitos sobre este indicador⁴⁴². Em primeiro lugar, o Rácio de Cobertura de Liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*) que visa criar normas de conduta sobre a gestão da liquidez (de ativos líquidos e da conversibilidade de outros ativos) a curto prazo. Em segundo lugar, o Rácio de Cobertura Estável Líquida (*Net Stable Funding Ratio*), que visava criar normas sobre a gestão da liquidez dos ativos (no sentido de conversão de ativos) a médio prazo e diminuir a dependência dos bancos em relação ao financiamento grossista (*wholesale funding*). Ambos os rácios estão diretamente ligados ao modelo de negócio de *shadow banking*.

O LCR determina que uma instituição deve ter Ativos Líquidos de Alta Qualidade (*HQLA*) para assistir a todos os compromissos dos próximos 30 dias. A definição de Ativos Líquidos de Alta Qualidade é detalhada nas normas e consiste em dois tipos diferentes de ativos (Nível 1 e Nível 2). Os ativos de nível 1 são, por exemplo, obrigações soberanas da jurisdição do banco e têm um desconto de 0%; enquanto os ativos de Nível 2 são divididos em ativos de Nível 2a e Nível 2b e têm menos qualidade do que os ativos de Nível 1. Por essa razão, os ativos de Nível 2 sofrem um desconto de acordo com a sensibilidade de risco determinada na regulação. Por outro lado, as necessidades de liquidez são calculadas pelos fatores determinados no regulamento, de acordo com a sensibilidade de risco das obrigações e dos HQLA. Este rácio deve ser calculado mensalmente e, em caso de necessidade, deve ser calculado para permitir a resolução organizada da instituição.

and introduced a number of safeguards to address excess cyclicality of the minimum requirement. They include the requirement to use long term data horizons to estimate probabilities of default, the introduction of so called downturn loss-given-default (LGD) estimates and the appropriate calibration of the risk functions, which convert loss estimates into regulatory capital requirements. The Committee also required that banks conduct stress tests that consider the downward migration of their credit portfolios in a recession.”. Idem, ibidem, Pag. 5.

⁴⁴² “37. To complement these principles, the Committee has further strengthened its liquidity framework by developing two minimum standards for funding liquidity. An additional component of the liquidity framework is a set of monitoring metrics to improve cross-border supervisory consistency. 38. These standards have been developed to achieve two separate but complementary objectives. The first objective is to promote short-term resilience of a bank’s liquidity risk profile by ensuring that it has sufficient high quality liquid resources to survive an acute stress scenario lasting for one month. The Committee developed the Liquidity Coverage Ratio (LCR) to achieve this objective. The second objective is to promote resilience over a longer time horizon by creating additional incentives for a bank to fund its activities with more stable sources of funding on an ongoing structural basis. The Net Stable Funding Ratio (NSFR) has a time horizon of one year and has been developed to provide a sustainable maturity structure of assets and liabilities. 39. These two standards are comprised mainly of specific parameters which are internationally “harmonised” with prescribed values. Certain parameters contain elements of national discretion to reflect jurisdiction-specific conditions. In these cases, the parameters should be transparent and clearly outlined in the regulations of each jurisdiction to provide clarity both within the jurisdiction and internationally.”. Idem, ibidem, Pag. 8.

O NSFR tem um âmbito semelhante; no entanto, é calculado numa base anual e reportado trimestralmente. Nesse calendário, o Montante Exigido de Financiamento Estável deve ser igual ou superior ao Montante Disponível de Financiamento Estável. Em ambos os casos, conforme aplicável, cada ativo ou passivo específico recebe um peso específico. Do mesmo modo, ao cálculo do rácio de liquidez a curto prazo.

Para ambos os rácios de liquidez, a obrigação de realizar testes regulares de stress é essencial para prever qualquer escassez de liquidez invisível, e a adequação da política e dos procedimentos de gestão de liquidez em vigor do intermediário bancário.

Finalmente, também sob o primeiro pilar, BASEL III determina a observação de uma relação de alavancagem (*Leverage Ratio*)⁴⁴³. Este rácio visa gerir e tornar transparente o nível de dívida geral das instituições e evitar o que aconteceu durante a GFC: apesar de se cumprirem os rácios de capital, algumas instituições tinham um considerável passivo. Para fazer face a este risco, a BASEL III determina a observância de uma relação de alavancagem de 3%, calculada em relação ao capital de *Tier 1* das instituições. Desde 2017, as instituições classificadas como G-SIB devem observar uma percentagem maior⁴⁴⁴. O cálculo do capital e do passivo será efetuado nas mesmas condições estabelecidas para o cálculo do capital e do risco de crédito.

⁴⁴³ “16. One of the underlying features of the crisis was the build up of excessive on- and off-balance sheet leverage in the banking system. The build up of leverage also has been a feature of previous financial crises, for example leading up to September 1998. During the most severe part of the crisis, the banking sector was forced by the market to reduce its leverage in a manner that amplified downward pressure on asset prices, further exacerbating the positive feedback loop between losses, declines in bank capital, and the contraction in credit availability. The Committee therefore is introducing a leverage ratio requirement that is intended to achieve the following objectives: - constrain leverage in the banking sector, thus helping to mitigate the risk of the destabilising deleveraging processes which can damage the financial system and the economy; and - introduce additional safeguards against model risk and measurement error by supplementing the risk-based measure with a simple, transparent, independent measure of risk. 17. The leverage ratio is calculated in a comparable manner across jurisdictions, adjusting for any differences in accounting standards. The Committee has designed the leverage ratio to be a credible supplementary measure to the risk-based requirement with a view to migrating to a Pillar 1 treatment based on appropriate review and calibration.”. Idem, ibidem, Pag. 4.

⁴⁴⁴ “9. The leverage ratio buffer will be set at 50% of a G-SIB's higher-loss absorbency risk-weighted requirements. For example, a G-SIB subject to a 2% higher-loss absorbency requirement would be subject to a 1% leverage ratio buffer requirement. 10. The design of the leverage ratio buffer is akin to the capital buffers in the risk-weighted framework. As such, the leverage ratio buffer will include minimum capital conservation ratios divided in five ranges. Capital distribution constraints will be imposed on a G-SIB which does not meet its leverage ratio buffer requirement. 11. The capital distribution constraints imposed on G-SIBs will depend on the G-SIB's CET1 riskweighted ratio and its leverage ratio. A G-SIB which meets both its CET1 risk-weighted requirements (defined as a 4.5% minimum requirement, a 2.5% capital conservation buffer, the G-SIB higher loss absorbency requirement and countercyclical capital buffer if applicable) and its Tier 1 leverage ratio requirement (defined as a 3% leverage ratio minimum requirement and the G-SIB leverage ratio buffer) will not be subject to minimum capital conservation standards. A G-SIB which does not meet one of these requirements will be subject to the associated minimum capital conservation standards. A G-SIB which does not meet both requirements will be subject to the higher minimum capital conservation standard related to its risk-weighted capital requirement or leverage ratio.”. BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2017), Pág. 141.

Especificamente no que diz respeito às atividades de *shadow banking*, uma nova característica do primeiro pilar de BASEL III é a preocupação com alguns dos problemas detetados durante a GFC. Assim, o tratamento de capital dado às exposições a contratos de derivados, à titularização (*Securitization*) e à identificação e das transações fora do balanço (*off-balance sheet*), é uma das principais características desta regulação. Visava regular diretamente algumas das atividades comerciais dos intermediários bancários com o setor de *shadow banking*⁴⁴⁵. Como visto no capítulo 2, procuram tratar a questão dos incentivos para o modelo de negócio destes intermediários, e das suas ligações com os intermediários não-bancários, através da regulação da classificação e tratamento destas transações no balanço dos intermediários bancários.

O segundo pilar diz respeito à supervisão interna e externa das instituições financeiras. Tem o objetivo de fornecer às instituições orientações para a construção dos seus procedimentos de avaliação de risco, liquidez e gestão de capital. Baseia-se na premissa de que um processo de avaliação de adequação de capital interno mais abrangente é uma componente vital de um forte programa de gestão de riscos. Os princípios relativos a esta supervisão estão refletidos no documento *Core Principles for Effective Banking Supervision*, de Setembro de 2012⁴⁴⁶. Estes

⁴⁴⁵ “32. While procyclicality amplified shocks over the time dimension, excessive interconnectedness among systemically important banks also transmitted shocks across the financial system and economy. Systemically important banks should have loss absorbing capacity beyond the minimum standards and the work on this issue is ongoing. The Basel Committee and the Financial Stability Board are developing a well integrated approach to systemically important financial institutions which could include combinations of capital surcharges, contingent capital and bail-in debt. As part of this effort, the Committee is developing a proposal on a methodology comprising both quantitative and qualitative indicators to assess the systemic importance of financial institutions at a global level. The Committee is also conducting a study of the magnitude of additional loss absorbency that globally systemic financial institutions should have, along with an assessment of the extent of going concern loss absorbency which could be provided by the various proposed instruments. The Committee’s analysis has also covered further measures to mitigate the risks or externalities associated with systemic banks, including liquidity surcharges, tighter large exposure restrictions and enhanced supervision. It will continue its work on these issues in the first half of 2011 in accordance with the processes and timelines set out in the FSB recommendations. 33. Several of the capital requirements introduced by the Committee to mitigate the risks arising from firm-level exposures among global financial institutions will also help to address systemic risk and interconnectedness. These include: - capital incentives for banks to use central counterparties for over-the-counter derivatives; - higher capital requirements for trading and derivative activities, as well as complex securitisations and off-balance sheet exposures (eg structured investment vehicles); - higher capital requirements for inter-financial sector exposures; and - the introduction of liquidity requirements that penalise excessive reliance on short term, interbank funding to support longer dated assets.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2011), Pag. 7.

⁴⁴⁶ “Principle 9: Supervisory techniques and tools. The supervisor uses an appropriate range of techniques and tools to implement the supervisory approach and deploys supervisory resources on a proportionate basis, taking into account the risk profile and systemic importance of banks. Essential criteria: 1. The supervisor employs an appropriate mix of on-site and off-site supervision to evaluate the condition of banks and banking groups, their risk profile, internal control environment and the corrective measures necessary to address supervisory concerns. The specific mix between on-site and off-site supervision may be. (...) 3. The supervisor uses a variety of information to regularly review and assess the safety and soundness of banks, the evaluation of material risks, and the identification of necessary corrective actions and supervisory actions. This includes

procedimentos são igualmente importantes para permitir a avaliação e a ação prudencial dos reguladores, ao abrigo desses princípios.

Em consonância com o espírito das diretrizes de BASEL III, os rácios e requisitos de capital estabelecidos no primeiro pilar representam, apenas, normas mínimas. O capital das instituições será determinado pelas necessidades efetivas decorrentes da avaliação efetuada ao abrigo dos procedimentos do segundo pilar. A identificação dessas necessidades de capital é mais bem compreendida com os procedimentos mencionados e com a realização de testes de stress à instituição⁴⁴⁷.

Tais procedimentos devem ser claros e materializado em políticas, processos e limites adequados, monitorização abrangente dos riscos, evolução da gestão e sistemas adequados de gestão da informação, controlo e mitigação⁴⁴⁸. O Diretor de Risco (CRO), o responsável pela gestão dos riscos em cada instituição, deverá ter as suas funções claramente definidas e segregadas, deverá ser independente das linhas de negócio e terá comunicação direta com o conselho de administração e com a direção do intermediário bancário. Tanto o conselho de

information, such as prudential reports, statistical returns, information on a bank's related entities, and publicly available information. The supervisor determines that information provided by banks is reliable and obtains, as necessary, additional information on the banks and their related entities. 4. The supervisor uses a variety of tools to regularly review and assess the safety and soundness of banks and the banking system, such as: (...) (d) review of the outcome of stress tests undertaken by the bank; (...). The supervisor communicates its findings to the bank as appropriate and requires the bank to take action to mitigate any particular vulnerabilities that have the potential to affect its safety and soundness. The supervisor uses its analysis to determine follow-up work required, if any. 5. The supervisor, in conjunction with other relevant authorities, seeks to identify, assess and mitigate any emerging risks across banks and to the banking system as a whole, potentially including conducting supervisory stress tests (on individual banks or system-wide). The supervisor communicates its findings as appropriate to either banks or the industry and requires banks to take action to mitigate any particular vulnerabilities that have the potential to affect the stability of the banking system, where appropriate." BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2012), Pag. 30.

⁴⁴⁷ "14. Supervisors should determine whether a bank has in place a sound firm-wide risk management framework that enables it to define its risk appetite and recognise all material risks, including the risks posed by concentrations, securitisation, off-balance sheet exposures, valuation practices and other risk exposures. The bank can achieve this by: - Adequately identifying, measuring, monitoring, controlling and mitigating these risks; - Clearly communicating the extent and depth of these risks in an easily understandable, but accurate, manner in reports to senior management and the board of directors, as well as in published financial reports; - Conducting ongoing stress testing to identify potential losses and liquidity needs under adverse circumstances; and - Setting adequate minimum internal standards for allowances or liabilities for losses, capital, and contingency funding. These elements should be adequately incorporated into a bank's risk management system and ICAAP specifically since they are not fully captured by Pillar 1 of the Basel II framework." BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2009), Pág.12.

⁴⁴⁸ "15. Recent market events underscore the importance of senior management taking an integrated, firm-wide perspective of a bank's risk exposure, in order to support its ability to identify and react to emerging and growing risks in a timely and effective manner. The Basel Committee identified a number of areas where additional supervisory guidance is necessary.⁶ The common theme of this guidance is the need to enhance firm-wide oversight, risk management and controls around banks' growing capital markets activities, including securitisation, off-balance sheet exposures, structured credit and complex trading activities." Idem, ibidem, Pág. 12 and 10.

administração como a direção devem assumir uma supervisão ativa sobre a gestão de riscos⁴⁴⁹. Este é um exemplo de intervenção direta das autoridades estatais na governança e direção de entidades privadas, desenvolvendo atividades económicas com o objetivo de obter lucro.

Na perspectiva das atividades de *shadow banking* e da forma como são afetadas pelos *standards* do pilar 2, há um tratamento direto sobre qual deverá ser a relação dos intermediários bancários em relação a (i) exposições *off-balance sheet*, em especial a titularização; o apoio implícito a essas estruturas e/ou intermediários não-bancários; e à gestão dos riscos de liquidez (no sentido de conversão de ativos) dessas participações.

Finalmente, o terceiro pilar trata da padronização das normas de divulgação da informação sobre o intermediário bancário ao mercado⁴⁵⁰. Cria um padrão sobre a forma como as instituições bancárias devem informar os mercados sobre a sua situação financeira (operação, exposições, demonstrações financeiras, etc.). O objetivo é informar o mercado de forma homogênea, através de diferentes jurisdições, permitindo aos agentes comparar diferentes instituições financeiras⁴⁵¹. A transparência no perfil da instituição é em grande parte aumentada em benefício das escolhas de outros agentes de mercado.

⁴⁴⁹ “16. It is the responsibility of the board of directors and senior management to define the institution’s risk appetite and to ensure that the bank’s risk management framework includes detailed policies that set specific firm-wide prudential limits on the bank’s activities, which are consistent with its risk taking appetite and capacity. In order to determine the overall risk appetite, the board and senior management must first have an understanding of risk exposures on a firm-wide basis. To achieve this understanding, the appropriate members of senior management must bring together the perspectives of the key business and control functions. In order to develop an integrated firm-wide perspective on risk, senior management must overcome organisational silos between business lines and share information on market developments, risks and risk mitigation techniques. As the banking industry has moved increasingly towards market-based intermediation, there is a greater probability that many areas of a bank may be exposed to a common set of products, risk factors or counterparties. Senior management should establish a risk management process that is not limited to credit, market, liquidity and operational risks, but incorporates all material risks. This includes reputational, legal and strategic risks, as well as risks that do not appear to be significant in isolation, but when combined with other risks could lead to material losses.”. Idem, ibidem, Pág. 13.

⁴⁵⁰ “2. The revised Pillar 3 disclosures in this document focus on regulatory measures defined in Pillar 1 of the Basel framework, which requires banks to adopt specified approaches for measuring credit, market and operational risks and their associated resulting risk-weighted assets (RWA) and capital requirements. In some instances, Pillar 3 also requires supplementary information to be disclosed to improve the understanding of underlying risks. The Committee continues to believe that a common disclosure framework based around Pillar 1 is an effective means of informing the market and allowing market participants to take informed investment decisions. However, in the wake of the 2007–09 financial crisis, it became apparent that the existing Pillar 3 framework, even after its market risk and securitisation parts were enhanced in July 2009,² failed to promote the identification of a bank’s material risks and did not provide sufficient, and sufficiently comparable, information to enable market participants to assess a bank’s overall capital adequacy and to compare it with its peers. The revised Pillar 3 disclosure requirements in this document are based on an extensive review of Pillar 3 reports, outreach with market participants and a consultation process extending from June to October 2014.” BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2015), Pág. 1.

⁴⁵¹ “3. A key goal of the revised Pillar 3 disclosures is to improve comparability and consistency of disclosures. To this end, the document introduces harmonised templates. However, it is recognised that a balance needs to be struck between the use of mandatory templates that promote consistency of reporting and

Os regulamentos do terceiro pilar fornecem formulários de modelo sobre informações relacionadas com diferentes aspetos da regulamentação do primeiro e do segundo pilar. No entanto, o aspeto mais importante das normas do terceiro pilar é o calendário que estabelece. O calendário mencionado determina expressamente os termos e a periodicidade de quando as informações pertinentes da instituição serão tornadas públicas.

Na perspetiva do *shadow banking*, o terceiro pilar traz transparência às relações explícitas e/ou implícitas empreendidas pelos bancos e outros agentes de mercado.

Tal como será detalhado sobre a implementação das reformas do GFC pela jurisdição selecionada, as normas de Basel III foram amplamente implementadas. No entanto a sua evolução vem sendo contínua, estando em constante mudança em correspondência às práticas e necessidades dos mercados. As últimas modificações implementadas aos *standards* entraram em vigor no início de 2023. As próximas em 2025 e 2028. Os elementos fundamentais, aqui descritos, parecem permanecer inalterados; a tendência parecer ser a complexificação e maior abrangência das normas⁴⁵².

5.1.4 Iniciativas da IOSCO

A IOSCO é a organização internacional responsável por estabelecer *standards* internacionais sobre as atividades dos mercados de valores mobiliários. Enquanto o mandato do BIS está estritamente relacionado com as atividades de intermediação bancária, o âmbito da IOSCO é muito mais vasto. Esta organização estabelece padrões para todas as demais atividades

comparability across banks, and the need to allow senior management sufficient flexibility to provide commentary on a bank's specific risk profile. For this reason, the revised disclosure regime introduces a "hierarchy" of disclosures; prescriptive fixed form templates are used for quantitative information that is considered essential for the analysis of a bank's regulatory capital requirements, and templates with a more flexible format are proposed for information which is considered meaningful to the market but not central to the analysis of a bank's regulatory capital adequacy. In addition, senior management may accompany the disclosure requirements in each template with a qualitative commentary that explains a bank's particular circumstances and risk profile.". Idem, ibidem, Pag. 1.

⁴⁵² "The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) and its oversight body, the Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision (GHOS) have set as a high priority the full, timely and consistent implementation of all aspects of the Basel III framework. This includes the finalised Basel III post-crisis reforms published by the Committee in December 2017 and set to come into effect on 1 January 2023 with a five-year phase-in for some elements. Continuing the periodic monitoring initiated a decade ago, this update sets out the adoption status of Basel III standards for each of the BCBS member jurisdictions¹ as of end-September 2022.² It is part of the Committee's broader Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP), which was established to track progress in introducing the corresponding domestic regulations, assess their consistency and analyse regulatory outcomes.". Calendário das alterações está disponível online. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2023). *Implementation RCAP reports*. BIS Webpage [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <https://www.bis.org/bcbs/implementation/rcap_reports.htm>.

de intermediação financeira (sendo aplicáveis aos intermediários bancários e não-bancários). As suas regras dizem respeito aos mercados obrigacionistas, mercados de ações, derivados, fundos de investimento e quaisquer outros ativos negociados publicamente em instalações organizadas ou nos mercados de OTC. Por essa razão, a resposta da IOSCO às consequências da GFC foi muito mais ampla do que a do BIS, que se limitava ao sector de intermediação bancária. Mas também uma atividade mais vaga, pela abrangência e pela natureza institucional da organização (que é uma organização internacional de direito internacional público).

Tanto individualmente como em conjunto com outras instituições (como o BIS e o FSB), a IOSCO abordou alguns dos problemas identificados durante a GFC. Fê-lo através da emissão de novas normas e orientações sobre alguns tópicos; voltando a abordar temas já tratados no passado, aprofundando os esforços já existentes; e avaliando as atividades futuras dos mercados de intermediação financeira, tentando identificar e prevenir precocemente qualquer risco para a estabilidade financeira. Como resultado da sua ação, as autoridades alcançaram um conjunto sem precedentes de normas internacionais aplicáveis às atividades de intermediação financeira.

As iniciativas mencionadas podem ser divididas em três categorias diferentes. Em primeiro lugar, num sentido mais lato, esses esforços criam um quadro de princípios. Em segundo lugar, estas ações visavam reforçar os instrumentos de mercado e as infraestruturas. Em terceiro lugar, e por último, esses esforços visavam abordar atividades e/ou sectores específicos nos mercados de intermediação financeira. Os três tipos de iniciativas têm uma relação diferente com as atividades de *shadow banking*, que serão mais detalhadas na sequência.

Do ponto de vista do *shadow banking*, algumas das normas identificadas são mais importantes, uma vez que lhe são diretamente aplicáveis. Outros são apenas indiretamente relevantes para tais atividades (situação semelhante à aplicabilidade das normas do BIS). Dito isto, esses esforços podem ser divididos como regulamentos diretos ou indiretos, pela sua pertinência o modelo de *shadow banking* (divisão puramente metodológica, e exclusivamente para o propósito do presente trabalho).

Em primeiro lugar os esforços indiretos. Com a crescente relevância dos mercados de intermediação não-bancária, algumas instituições/entidades adquiriram uma importância acrescida no volume total das atividades de intermediação financeira. Tal relevância, em alguns casos, pode mesmo representar uma ameaça sistémica à estabilidade financeira. Por essa razão, a IOSCO reconheceu que os supervisores nacionais (dos mercados de intermediação não-bancária) devem ter um papel macroprudencial (para além do seu papel microprudencial). Este

papel é defendido pelo *Objectives and Principles of Securities Regulation*, de Junho de 2010⁴⁵³. A emissão destas novas normas é uma resposta direta às consequências da GFC e deve ser interpretada no contexto de supervisão e contenção de riscos sistémicos⁴⁵⁴. Ainda assim, representa um acrescido intervencionismo em relação à arquitetura institucional existente, como visto no capítulo 1. Estes princípios foram entretanto atualizados em 2017, para incluir princípios sobre CCP.

Estas mesmas preocupações também estão refletidas nos esforços conjuntos da IOSCO com o BIS e a IAIS sobre a emissão dos *Principles for the Supervision of Financial Conglomerates*, de Setembro de 2012. Estes princípios abordam as preocupações decorrentes do carácter diverso e interligado das atividades dos mercados financeiros (de intermediação bancária e não-bancária). Este trabalho é um desenvolvimento do já referido *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, de Outubro de 2009.

Ambos os documentos de princípios citados são dirigidos às autoridades reguladoras dos Estados e visam (juntamente com outros objetivos) colmatar as lacunas entre os perímetros de competência das diferentes autoridades. Como visto no capítulo 2, é exatamente nessas lacunas e intersecções que as atividades de *shadow banking* são executadas. Estes princípios decorrem da urgência de evitar lacunas regulatórias, de tentar conter a arbitragem regulatória⁴⁵⁵ e, finalmente, tentar conter a criação de riscos sistémicos. Por conseguinte, estes podem ser mencionados como esforços indiretos para abordar o modelo de negócio de *shadow banking*, ao nível dos princípios orientadores da ação das autoridades sobre estas atividades.

⁴⁵³ “6 The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate. 7 The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly.”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017a), Pag. 4.

⁴⁵⁴ “This Discussion Paper of the Technical Committee (TC) of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) addresses the role that securities regulators play in promoting financial system stability. In particular, the paper provides insight and guidance on the tools that can be used by securities regulators to identify, monitor, mitigate and manage systemic risk. Securities regulators have a key role to play in addressing systemic risk, bringing their particular perspective as market integrity regulators. To this end, IOSCO has identified reducing systemic risk as one of the three objectives of securities regulation. The recent financial crisis has led securities regulators to put greater emphasis on systemic risk and financial stability.”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2011a) Pag. 3.

⁴⁵⁵ “The Joint Forum's objective in preparing these Principles is to provide national authorities, standard setters, and supervisors with a set of internationally agreed principles that support consistent and effective supervision of financial conglomerates and in particular those financial conglomerates active across borders. The Joint Forum's aim is to focus on closing regulatory gaps, eliminating supervisory “blind spots,” and ensuring effective supervision of risks arising from unregulated financial activities and entities. The 2012 Principles should be applied in a proportionate manner to the risks posed and at least be applied to large internationally active financial conglomerates.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS ; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS; INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS (2012), Pág. 2.

Nas infraestruturas dos mercados, também como esforços indiretos para abordar as atividades de *shadow banking*, podem-se mencionar as iniciativas destinadas às agências de notação de crédito, como a atualização do *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* e dos *Sound Practices at Large Intermediaries Relating to the Assessment of Creditworthiness and the Use of External Credit Ratings*.

Podem-se também mencionar as ações centradas em procedimentos de avaliação de risco para os reguladores, tais como o *Mitigating Systemic Risk: A role for Securities Regulators*, e o *Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators*. Além disso, aqueles esforços que se concentram em abordar os riscos relacionados com os conglomerados financeiros, tais como o *Principles for the Supervision of Financial Conglomerates* (elaborado em conjunto com o BIS)⁴⁵⁶ e o *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*⁴⁵⁷ (em conjunto com o FSB).

Finalmente, a este respeito, os esforços destinados a criar normas para as contrapartes centrais, tais como o *Recommendation to Central Counterparties*⁴⁵⁸ (em conjunto com o BIS);

⁴⁵⁶ “The financial crisis that began in 2007 highlighted the significant role that financial groups, including financial conglomerates, play in the stability of global and local economies. Due to their economic reach and their mix of regulated and unregulated entities (such as special purpose entities and unregulated holding companies) across sectoral boundaries, financial conglomerates present challenges for sector specific supervisory oversight. In hindsight, the crisis exposed situations in which regulatory requirements and oversight did not fully capture all the activities of financial conglomerates or fully consider the impact and cost that these activities may pose to the financial system.”. Idem, ibidem, Pág. 1.

⁴⁵⁷ “In developing the methodologies, the FSB based its work on the following principles: (i) The overarching objective in developing the methodologies is to identify NBNI financial entities whose distress or disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the global financial system and economic activity across jurisdictions. (ii) The general framework for the methodologies should be broadly consistent with methodologies for identifying G-SIBs and G-SIIs, i.e. an indicator-based measurement approach where multiple indicators are selected to reflect the different aspects of what generates negative externalities and makes the distress or disorderly failure of a financial entity critical for the stability of the financial system (i.e. “impact factors” such as size, interconnectedness, and complexity).”. FINANCIAL STABILITY BOARD; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2015), Pág. 2 e 3.

⁴⁵⁸ “A CCP has the potential to reduce significantly risks to market participants by imposing more robust risk controls on all participants and, in many cases, by achieving multilateral netting of trades. It also tends to enhance the liquidity of the markets it serves, because it tends to reduce risks to participants and, in many cases, because it facilitates anonymous trading. However, a CCP also concentrates risks and responsibility for risk management in the CCP. Consequently the effectiveness of a CCP’s risk controls and the adequacy of its financial resources are critical aspects of the infrastructure of the markets it serves. (...) The CPSS and the IOSCO Technical Committee subsequently concluded that detailed comprehensive international standards for CCP risk management are essential because of CCPs’ large and growing role in securities settlement systems and the potential for risk management failures by CCPs to disrupt markets and payment and securities settlement systems.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (2004), Pág. 1.

as ações em infraestruturas de mercado, tais como o *Principles on Market Infrastructure*⁴⁵⁹ (em conjunto com o BIS, e ainda antes da GFC); e sobre a volatilidade, como o relatório sobre *Mechanisms used by trading venues to manage extreme volatility and preserve orderly trading*.

Esta lista não é exaustiva, e a importância das iniciativas acima mencionadas é que almejam criar procedimentos de mercado mais claros e, dessa forma, aumentar a transparência e eficiência dos mercados de intermediação financeira. Ao criar um mercado robusto e mais eficiente em termos de informação, essas reformas teriam impacto na diminuição da opacidade relacionada com as atividades de *shadow banking*.

Por sua vez, outras iniciativas e *standards* impactam diretamente as atividades incluídas no modelo de *shadow banking*. Sobre este tema, podem referir-se as normas emitidas sobre derivativos e derivativos OTC, produtos financeiros estruturados, titularização e regimes de investimento coletivo. A escolha destes instrumentos não exaure o tema; mas entende-se ser uma boa amostra em relação às entidades, contratos e/ou produtos que costuma estar incluídos no conceito de *shadow banking*. Em relação a estes, foram principalmente emitidos *standards* sobre duas questões principais: em primeiro lugar, aquelas relativas à divulgação dos produtos e à sua transparência; em segundo lugar, a gestão da liquidez (no sentido de conversibilidade) destes produtos financeiros. É o que se passa a detalhar, em relação a cada um deles.

Durante a GFC os derivativos foram uma das principais fontes de riscos sistémicos. Isto ocorreu devido à falta de transparência dessas transações e, por conseguinte, após a GFC, foi necessário tomar algumas medidas para tentar reduzir a repetição dos riscos verificados. Na avaliação do G20, a redução do risco seria melhor conseguida através da promoção de contrapartes centrais de compensação e liquidação das transações de derivativos⁴⁶⁰. Esses esforços

⁴⁵⁹ “Financial market infrastructures (FMIs) that facilitate the clearing, settlement, and recording of monetary and other financial transactions can strengthen the markets they serve and play a critical role in fostering financial stability. However, if not properly managed, they can pose significant risks to the financial system and be a potential source of contagion, particularly in periods of market stress. Although FMIs performed well during the recent financial crisis, events highlighted important lessons for effective risk management.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (2012), Pág. 1.

⁴⁶⁰ “The economic and financial crisis that began in 2007 exposed significant weaknesses in the resiliency of banks and other market participants to financial and economic shocks. In the context of over-the counter (OTC) derivatives in particular, the recent financial crisis demonstrated that improved transparency in the OTC derivatives markets and further regulation of OTC derivatives and market participants would be necessary to limit excessive and opaque risk-taking through OTC derivatives and to mitigate the systemic risk posed by OTC derivatives transactions, markets, and practices. In response, the Group of Twenty (G20) initiated a reform programme in 2009 to reduce the systemic risk from OTC derivatives. As initially agreed in 2009, the G20’s reform programme comprised four elements: - All standardised OTC derivatives should be traded on exchanges or electronic platforms, where appropriate. - All standardised OTC derivatives should be cleared through central counterparties (CCPs). - OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories. - Non-centrally cleared derivatives contracts should be subject to higher capital requirements.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2019), Pág. 2.

também já era anterior à GFC, mas foi posteriormente intensificado. O objetivo das iniciativas internacionais seria tornar a compensação por contrapartes centrais a regra geral para os produtos de derivados. Pretendia-se diminuir a importância dos mercados de OTC para estes produtos, tentando contrariar a tendência de mercado verificada após a Grande Depressão (como visto no capítulo 1).

As propostas de reformas destas infraestruturas de mercado, já acima mencionadas (por exemplo, os *Principles for Market Infrastructure* e o *Recommendation to Central Counterparties*, em conjunto com o BIS) tinham o propósito de criar uma infraestrutura centralizada de negociação de derivados⁴⁶¹. Embora esta fosse a principal reforma aprovada sobre este tema, não seria concluída sem a criação de incentivos adicionais para que os agentes passassem a utilizar as infraestruturas centralizadas do mercado. As normas estabelecidas no documento *Margin Requirements for non-centrally cleared derivatives*, de Julho de 2019, complementam as reformas neste campo. Criou incentivos complementares, para alcançar a pretendida redução do risco sistémico nesta atividade (pela transparência e centralização das transações)⁴⁶².

Sobre produtos financeiros estruturados, deve-se mencionar o *Report on Intermediary Internal Controls associated with Price Verification of Structured Finance Products and*

⁴⁶¹ “1.2. The standards in this report harmonise and, where appropriate, strengthen the existing international standards for payment systems that are systemically important, central securities depositories (CSDs), securities settlement systems (SSSs), and central counterparties (CCPs). The revised standards also incorporate additional guidance for over-the-counter (OTC) derivatives CCPs and trade repositories (TRs). In general, these standards are expressed as broad principles in recognition that FMIs can differ in organisation, function, and design, and that there are often different ways to achieve a particular result. In some cases, the principles also incorporate a specific minimum requirement (such as in the credit, liquidity, and general business risk principles) to ensure a common base-level of risk management across FMIs and countries. In addition to standards for FMIs, the report outlines the general responsibilities of central banks, market regulators, and relevant authorities for FMIs in implementing these standards.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (2012) Pag. 5.

⁴⁶² “Margin requirements for non-centrally cleared derivatives have two main benefits: Reduction of systemic risk. Only standardised derivatives are suitable for central clearing. A substantial fraction of derivatives are not standardised and cannot be centrally cleared. These noncentrally cleared derivatives, totalling hundreds of trillions of dollars in notional amounts, pose the same type of systemic contagion and spillover risks that materialised in the recent financial crisis. Margin requirements for non-centrally cleared derivatives would be expected to reduce contagion and spillover effects by ensuring that collateral is available to offset losses caused by the default of a derivatives counterparty. Margin requirements can also have broader macroprudential benefits, by reducing the financial system’s vulnerability to potentially destabilising procyclicality and limiting the build-up of uncollateralised exposures within the financial system. Promotion of central clearing. In many jurisdictions, central clearing will be mandatory for most standardised derivatives. But clearing imposes costs, in part because CCPs require margin to be posted. Margin requirements on non-centrally cleared derivatives, by reflecting the generally higher risk associated with these derivatives, will promote central clearing, making the G20’s original 2009 reform programme more effective. This could, in turn, contribute to the reduction of systemic risk.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS ; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2019), Pag. 3.

Regulatory Approaches to Liquidity Risk Management, de Fevereiro de 2011. Conforme detalhado no referido relatório, após a GFC os reguladores perceberam que as instituições haviam adotado práticas e controlos internos inadequados em relação aos produtos financeiros estruturados. Os modelos de risco eram imprecisos e os riscos associados a esses produtos não estavam bem compreendidos⁴⁶³. O referido relatório foi elaborado com base em inquéritos feitos junto a agentes de mercado e reguladores. O relatório observou ainda que a descoberta de preços foi mais precisa em intermediários⁴⁶⁴; com controlos internos e modelos de risco desenvolvidos⁴⁶⁵; com acompanhamento em tempo real da evolução dos ativos e intervenção

⁴⁶³ “In May 2008, the IOSCO Technical Committee (TC) published its Report on the Subprime Crisis (Subprime Report).² The TC noted in the Subprime Report that, among other things, many institutional investors and investment banking firms had inadequate risk modelling and internal controls in place to understand and address the risks they were assuming when buying many types of structured finance products.”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (2011b), Pag. 1.

⁴⁶⁴ “As part of our study, we conducted a survey of ten firms in North America, Europe and Asia. The responses we received to the survey evidenced that the majority of major intermediaries who responded failed to manage adequately the risks they were exposed to as a result of —warehousing‡ (holding) SFPs. In most cases, firms did not verify with sufficient rigor (or examine at all) the value of assets that underlie SFPs (e.g., residential mortgages and associated payment flows and defaults rates). Our study has made clear that firms cannot manage risks adequately simply by establishing a check-list of action items that may give the impression (at least on paper) that risks are being managed adequately, e.g., setting up —risk committees‡ and/or —control and audit‡ functions. Indeed, a couple of surveyed firms described detailed —steps‡ they had established to manage risk. Adequate risk management stems from the development of a strong firm-wide risk management culture that informs all business decisions and is shared and supported by senior management.”. Idem, ibidem, Pag. 6.

⁴⁶⁵ “These firms determined to take steps to better understand the underlying mortgages, and to improve in general their analytical capability with regard to the price verification of mortgage related products, thus minimizing losses in the SFP space during the financial crisis. In particular, they were not satisfied with relying upon the existing liquidity of these products at one point in time, or with blindly accepting pricing data from the market, but rather investigated further the assets underlying these products and the potential longer term decrease in liquidity. The price verification processes developed by such firms revealed a subtle softness in the marketplace, i.e., price verification became more challenging in some instances (even though the markets in general remained quite liquid). The pricing of mortgage-backed products appeared to be —idiosyncratic,‡ in contrast to —other products‡ for which there was —good consensus.‡ (...) By contrast other firms conceded that, until 2007, they generally did not look at the value of the mortgages underlying SFPs (see discussion below under Typical Price Verification Practices at the Majority of Surveyed Firms). A few of these firms stated that, only in 2007, did they even begin to look at the default pipeline (e.g., INTEx) and/or to look at remittance reports. As to CDOs, they eventually developed an intrinsic cash flow model that looked at macro and loan level analysis. Similarly, one Asian firm stated that it was not until December 2006 that its risk management unit and controller implemented joint Residential Conduits IPV / Valuation processes.” Idem, ibidem, Pag. 7 and 8.

dos gestores seniores nas decisões empresariais⁴⁶⁶; que realizavam teste de *stress*⁴⁶⁷; e com menos dependência dos *spreads* do mercado e dos preços informados por terceiros⁴⁶⁸. Como resultado destas conclusões, o relatório recomenda às jurisdições que aumentem as normas de requisitos de capital, restrinjam a concentração e a exposição a determinados sectores, reforcem a supervisão dos controlos internos dos intermediários financeiros, controlem as posições de liquidez dos intermediários, monitorizem as práticas de avaliação de risco de crédito e exijam os envolvimento dos dirigentes seniores das entidades.

O relatório também analisou a gestão da liquidez (no sentido de conversão de ativos para obter ativo líquido) relacionada com produtos financeiros estruturados. Observou-se que os reguladores já tinham regras aplicáveis à gestão de liquidez antes da GFC⁴⁶⁹, mas esses controlos não foram suficientes para evitar algumas perceções erradas de risco de liquidez. O relatório conclui que alguns dos produtos financeiros problemáticos da GFC foram vistos como ativos líquidos (o que não deve ser surpresa, tendo em conta do descrito nos capítulos 3 e 4

⁴⁶⁶ “One productive practice was face-to-face meetings between senior management and price verification teams, as part of obtaining senior management’s explicit agreement on price verification results. These discussions were serious, comprehensive and technical, requiring senior staff to be fluent in the technical aspects of risk management. At some firms, written minutes were kept of these discussions, thus documenting price verification decisions. Senior management was thus held accountable for the price verification decisions they made (and the assumptions therein). In contrast, one firm stated that it had no centralized portfolio management and risk controlling of the ABS investments. Other firms indicated that they would only rarely elevate the decision making for any deal to very senior management (e.g., the CFO). In fact, one firm reported that it did not have, during the relevant period, a centralized reporting of the overall summary of limit excesses (The firm now has an escalation process). As a result of the absence of centralized reporting, approved and unapproved excesses may not have been discussed at a higher level.”. Idem, ibidem, Pag. 8.

⁴⁶⁷ “Another firm undertook efforts to improve controls, stress testing and independent risk management. It also changed its price verification process. The new focus on risk has been on providing periodic updates to senior management on risk concentrations, financial markets participants, and other systemic risk issues. The approach now is more forward looking, and with a historical perspective. They seek to obtain a more objective view by focusing more on shock and stress scenarios. This approach is designed to enable the firm to assess economic risk across the company.”. Idem, ibidem, Pag. 14.

⁴⁶⁸ “The firm used spreads from new issue deals, and those spreads from the most recent sale, and compared them against the firm’s traders’ marks. If still not comfortable with the verification, the matter would go to risk management for review, e.g., such as looking at underlying collateral. The firm conceded, however, that during the relevant period, it was a “very uncommon occurrence” for underlying collateral to be examined. Finally, the —operations system produced a file, done by CUSIP, which showed ratings and third party pricing. Results of these different steps would be taken to trading management and reviewed on a monthly basis. In general, there were very few positions that the firm placed into the —unverified category, probably because, at the time, there was a liquid market for most of these SFPs.”. Idem, ibidem, Pag. 9.

⁴⁶⁹ “Jurisdictions generally had a number of common features in their pre-crisis approach to regulating liquidity risk at securities firms. The majority of jurisdictions’ liquidity regimes were based on the Basel principles for liquidity risk regulation, and applied to all securities firms regardless of relative size or business model complexity within the jurisdiction. Most jurisdictions favoured a prescriptive approach to regulating liquidity risk before the crisis, which included restrictions on balance sheet size, and/or stipulating the size and composition of firms’ holdings of liquid assets. Generally, prescriptive parameters were applied to firms on a solo rather than a group basis.”. Idem, ibidem, Pag. 27.

sobre fluidez e a pirâmide de ativos)⁴⁷⁰. Essas fragilidades pareciam surgir de dificuldades na mensuração dos preços dos ativos, na falta de diversificação de ativos, de desajustes de maturidade entre ativos e passivos e de excesso de dependência no financiamento grossista (*wholesale funding*) de curto prazo. O relatório recomenda, a este respeito, uma melhor avaliação dos valores mobiliários, a posse de reservas de liquidez e o aumento do escrutínio sobre a gestão da liquidez⁴⁷¹. Este relatório é extremamente relevante, uma vez que aborda diretamente algumas atividades fundamentais do *shadow banking* que foram geralmente consideradas como representando elevados riscos sistêmicos; e porque reflete vários dos problemas identificados como origem para a GFC.

Sobre a titularização (*securitisation*), a IOSCO emitiu o relatório *Global Developments in Securitization Regulation*, de junho de 2012. Este relatório é a continuação dos esforços anteriores do FSB e uma consequência da vontade política do G20 para melhorar a transparência e a padronização neste mercado⁴⁷². O relatório utiliza também a técnica de inquirir diretamente os agentes de mercado e os reguladores como fonte de informação para as suas conclusões. O relatório reconhece alguns princípios fundamentais e comuns, estabelecidos após a GFC (por exemplo, a adoção de regras de retenção de riscos⁴⁷³; a promulgação de regras de

⁴⁷⁰ “Most surveyed regulators were of the view that asset-backed securities such as asset-backed commercial paper (ABCP) presented the greatest source of liquidity risk and stresses in securities firms during the 18 months from mid-2008. Other areas identified as causing significant liquidity stress included risks in trading book proprietary positions, unsecured bond borrowing, corporate debt, options, structured products and counterparty risk.”. Idem, *ibidem*, Pag. 27.

⁴⁷¹ “Generally, the greatest source of liquidity risk was attributed to securities and the accuracy of their valuation. Indeed, this is a key area that jurisdictions are working to improve in their updated liquidity regimes. The promotion of consistent good practices and guidelines in this area could help to ensure that the new methods developed are sufficiently robust to remain effective during future crises. The survey responses implied that investment firms that hold illiquid assets are more susceptible to experiencing the liquidity stresses encountered during the recent crisis. The most resilient of these firms will be the ones that can quickly shrink their balance sheet without having to resort to accepting fire-sale prices for their assets. This may not, however, be feasible for some securities firms. It may be appropriate to require these firms to keep a buffer of highly liquid assets to offset the liquidity risks inherent in their balance sheet. (...) As is the case with most jurisdictions, we recommend that regulators take steps to increase supervisory attention paid to liquidity risks at securities firms. This includes increased scrutiny of liquidity risks at firms and greater dialogue between firm and regulator, collecting easy to interpret information, and re-designing quantitative elements that worked less well during the crisis.”. Idem, *ibidem*, Pag. 31.

⁴⁷² “In response to a request from the G20, the Financial Stability Board (FSB) has been developing recommendations to strengthen oversight and regulation of the shadow banking system. As part of this work the FSB agreed to assess the case for action in respect of a number of areas, including regulation of securitization. Based on the FSB's decision, the Financial Stability Board's Standing Committee on Supervisory and Regulatory Cooperation (FSB SRC) requested IOSCO to, in coordination with the Basel Committee on Banking Supervision, conduct a stock-taking exercise in relation to requirements for risk retention and measures enhancing transparency and standardisation of securitisation products, and to develop policy recommendations as necessary.”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2012b), Pág.1.

⁴⁷³ “Risk retention or 'skin in the game' requirements have been a key focus of regulatory responses since the Global Financial Crisis. These requirements are intended to avoid misaligned incentives that may be embedded in the 'originate to distribute' model of some securitization products.”. Idem, *ibidem*, Pag. 11.

divulgação de informações ao mercado e aos agentes económicos)⁴⁷⁴, com alguma variação dependendo da oferta (em ofertas públicas com padrões mais exigentes, e em colocações privadas com padrões menos exigentes); a adoção de procedimentos de gestão de risco são e eficazes em todo o processo de titularização⁴⁷⁵, ou seja, os aplicáveis à seleção dos ativos subjacentes e das diligências dos investidores; e a padronização das práticas de notação das agências de notação relacionadas com a titularização⁴⁷⁶). Estas normas pretendem beneficiar a confiança dos investidores neste tipo de produtos. Além deste relatório, a IOSCO também emitiu o *Update to the IOSCO Peer Review of Incentive Alignment and Recommendations for Securitisation*, de Novembro de 2017, em que foram propostas algumas normas sobre o alinhamento de incentivos na titularização. As novas recomendações propõem às jurisdições a formulação de regras de retenção de riscos⁴⁷⁷; a clarificação dos elementos mínimos dessas regras⁴⁷⁸; e coordenação nos alinhamentos de incentivos transfronteiriços⁴⁷⁹.

Por último, no que se refere aos regimes de investimento coletivo, a IOSCO emitiu igualmente diretrizes e normas relativas à gestão da liquidez. Durante o colapso da GFC, os investidores resgataram as suas cotas em veículos de investimento coletivo, no movimento habitual de "voar para a qualidade" em momentos de disciplina (como descrito nos capítulos 3

⁴⁷⁴ “TFUMP’s analysis points to well developed regulatory requirements in a number of jurisdictions about disclosure in relation to public offerings. Regulation, where it exists, points to similar outcomes being sought by regulation in participating jurisdictions and a general level of consistency in the information to be provided to investors. There are, however, some differences which reflect differences in market conditions and practices. Certain information which may be of significant interest to investors is also not required to be provided in most jurisdictions. An example is information about stress tests that illustrate the performance and the risk profile of a securitization structure in particular scenarios and under changing economic circumstances.”. Idem, ibidem, Pág. 17.

⁴⁷⁵ “It is generally acknowledged that sound and effective risk management practices across the securitization value chain will contribute to increased investor confidence in securitization and thus possibly support recovery of securitization markets. Key practices and processes for sound and effective risk management relate to underwriting and origination practices (such as procedures for accurate assessment of borrower’s capacity to repay); the selection of underlying assets for the asset pool and investor due diligence.”. Idem, ibidem, Pág. 22.

⁴⁷⁶ “CRAs have specific requirements for particular ratings which issuers would need to meet for relevant ratings to be achieved. Each CRA has its own methodologies for assessing the ratings assigned to a securitization structure, and as such, it is possible for the same transaction to be assigned a different rating.”. Idem, ibidem, Pág. 24.

⁴⁷⁷ “Jurisdictions should evaluate and formulate approaches to aligning incentives of investors and securitisers in the securitisation value chain, including where appropriate, through mandating retention of risk in securitisation products. Any exemptions to the risk retention requirements should be limited and warranted.”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017b), Pág 25.

⁴⁷⁸ “Recommendation 2: Elements of the Incentive Alignment Approach and Risk Retention Requirements. Jurisdictions should clearly set out the elements of their incentive alignment approach with risk retention being the preferred approach.”. Idem, ibidem, Pág. 25.

⁴⁷⁹ “Recommendation 3: Harmonised Alignment of Incentive and Risk Retention Approaches Regulators should seek to minimise the potentially adverse effects to cross border securitisation transactions resulting from differences in approaches to incentive alignment and risk retention.”. Idem, ibidem, Pág. 26.

e 4). Isto ocorre porque alguns destes fundos, especialmente os *Money Market Funds*, funcionam como substituto de depósitos bancários. Oferecem liquidez (fluidez) diária aos investidores, enquanto oferecem melhor rendimento. No entanto, e como os intermediários bancários, estes intermediários também estão sujeitos a “corridas” (similar a um *bank run*). Esse movimento trouxe instabilidade a esses veículos, mas também aos intermediários bancários que dependiam (antes da GFC; como continuam a depender, atualmente) em grande parte do financiamento grossista (*wholesale funding*). Esta rede exemplifica os incentivos de coevolução e competição descritos no capítulo 2⁴⁸⁰. Por esse motivo, a IOSCO emitiu o *Report on Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, em Março de 2013. Os princípios do relatório têm o objetivo de garantir que os veículos de investimento coletivo disponham dos recursos necessários para cumprir as obrigações de resgate e outras responsabilidades. O relatório centra-se, para esse propósito, na criação, implementação e manutenção de princípios relacionados com a gestão de liquidez (fluidez), na criação e durante a vida do veículo de investimento. Os princípios estabelecem que essas normas deverão ser periodicamente revistas durante o curso da vida do veículo de investimento⁴⁸¹. Assim, e de acordo com os princípios, os controlos de governação devem ser implementados para que a gestão dos fundos possa avaliar regularmente a liquidez dos ativos detidos na carteira (princípio 10)⁴⁸², e prever qualquer possível escassez de liquidez (fluidez) (princípio 12)⁴⁸³. O principal

⁴⁸⁰ “Investors place money in collective investment schemes (CIS) with a view to gaining income, to preserve or to grow their capital, or a combination of these objectives. They also expect to be able to access their investments in accordance with the terms and conditions of the particular CIS they have invested in – often on a daily basis. As a general matter, the right to redeem units/shares is a defining characteristic of open-ended CIS. Good liquidity risk management is therefore a key feature of the correct operation of a CIS. The topic of liquidity has been a key concern in the current global process of regulatory reform, although discussions have tended to focus on the importance of liquidity in banking, rather than other sectors.”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2013b), Pág. 1.

⁴⁸¹ “As set out in IOSCO’s Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes, the fundamental requirement of liquidity risk management is to “...ensure that the degree of liquidity of the open-ended CIS [the responsible entity] manages allows it in general to meet redemption obligations and other liabilities.” The principles in this document set out more detail on how compliance with this requirement can be achieved. They relate to the three main stages of any relevant process: its establishment; performance/implementation and maintenance; and ongoing review (of its effectiveness). The principles are structured according to the time frame of a CIS’s life. They start with principles that should be considered in the design (pre-launch) phase of a CIS. They then outline the principles that should form part of the day-to-day liquidity risk management process.”. Idem, ibidem, Pág. 2.

⁴⁸² “Principle 10 - The responsible entity should regularly assess the liquidity of the assets held in the portfolio - The liquidity risk management process should enable the responsible entity to regularly measure, monitor and manage the CIS’s liquidity. The responsible entity should take into account the interconnection of liquidity risk with other risk factors such as market risk or reputational risk.”. Idem, ibidem, Pág. 8.

⁴⁸³ “Principle 12 - The liquidity risk management process should facilitate the ability of the responsible entity to identify an emerging liquidity shortage before it occurs - The liquidity risk management process should aim to assist the responsible entity in identifying liquidity pressures before they crystallize, thus enabling it to take appropriate action respecting the principle of fair treatment of investors.”. Idem, ibidem, Pág. 9.

objetivo é evitar qualquer insuficiência de recursos e/ou a impossibilidade de atender às ordens de resgate dos investidores.

No mesmo assunto, a IOSCO também emitiu o *Report on Principles on Suspension of Redemptions in Collective Investment Schemes*, de Janeiro de 2012. Este relatório visa abordar a ferramenta de último recurso disponível para os gestores de fundos para suspender o resgate de cotas em situações de crise⁴⁸⁴. Em situações de mercado volátil, pode ocorrer um desfasamento entre o capital próprio detido pelos investidores e o valor de mercado dos ativos detidos pelo fundo. Estas situações podem ser semelhantes aos depósitos bancários (sujeitos a *runs*, como descrito acima). Assim, e para evitar a insolvência do veículo de investimento, pode ser necessário um *backstop*. Esses princípios estabelecem normas operacionais para a suspensão do resgate, tais como a adoção de procedimentos de gestão do risco de liquidez⁴⁸⁵; a divulgação antecipada aos investidores dos mecanismos de suspensão⁴⁸⁶; a definição clara de critérios de suspensão⁴⁸⁷; os fundamentos para decidir suspender resgates⁴⁸⁸; e o estabelecimento de regras sobre o comportamento do gestor durante a suspensão⁴⁸⁹.

⁴⁸⁴ “In light of the recent developments, where some open-ended collective investment schemes (CIS) or CIS management companies (CIS Operators) were unable to meet redemption requirements, the Technical Committee Standing Committee on Investment Management (TCSC5) decided to investigate whether it should focus on issues pertaining to the suspension of redemptions by CIS responsible entities (as such terms are defined in this paper).”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2012a), Pág 5.

⁴⁸⁵ “Principle 1 - The responsible entity should ensure that the degree of liquidity of the open-ended CIS it manages allows it in general to meet redemption obligations and other liabilities. - The maintenance of adequate liquidity in open-ended CIS is fundamental in order to ensure that suspensions of redemptions are avoided. The redemption frequency (dealing frequency) of the CIS should reflect the overall liquidity of the CIS’s portfolio and vice versa.”. Idem, ibidem, Pag. 9.

⁴⁸⁶ “Principle 3 - The responsible entity should clearly disclose the ability to suspend redemptions in exceptional circumstances to investors prior to their investment into the CIS. - CIS investors should be aware of the risk of the suspension of redemptions prior to their investment in open-ended CIS. Information should be available regarding the possibility that their right to redeem may be suspended in exceptional circumstances. Therefore, the CIS constitutional documents and/or prospectus should clearly disclose that redemptions may be suspended in exceptional circumstances.” Idem, ibidem, Pag. 10.

⁴⁸⁷ “Principle 4 - Suspension of redemptions by the responsible entity may be justified only a) if permitted by law and in exceptional circumstances provided such suspension is exclusively in the best interest of unit-holders within the CIS, or b) if the suspension is required by law, regulation or regulators. - The decision to suspend is a two step approach. a) Exceptional circumstances and best interest of unit-holders i) Exceptional circumstances.”. Idem, ibidem, Pag. 11.

⁴⁸⁸ “Principle 6 - The decision by the responsible entity to suspend redemptions, in particular the reasons for the suspension and the planned actions should be appropriately: a) documented; b) communicated to competent authorities and other relevant parties; c) communicated to unit-holders.”. Idem, ibidem, Pag. 14.

⁴⁸⁹ Principle 7 - During the suspension of the redemptions, the responsible entity should not accept new subscriptions. (...) Principle 8 - The suspension should be regularly reviewed by the responsible entity. The responsible entity should take all necessary steps in order to resume normal operations as soon as possible having regard to the best interest of unit-holders. - The responsible entity should review the decision to suspend redemptions on an ongoing basis during the period of suspension. (...) Principle 9 - The responsible entity should keep the competent authority and unit-holders informed throughout the period of suspension. The decision to resume normal operations should also be communicated as soon as practical.” Idem, ibidem, Pag. 15 and 16.

Mais recentemente, e também sob este assunto, a IOSCO emitiu o *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, de Fevereiro de 2018. O objetivo deste relatório é fornecer aos reguladores instrumentos para implementar, entre outros, os referidos relatórios sobre a gestão de liquidez de regimes de investimento coletivo. Outro relatório importante emitido foi o *Report on Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds*, em Junho de 2013. Estas normas querem evitar o crescimento de quaisquer riscos em relação a estes fundos, tomando por exemplo os factos ocorridos durante a GFC⁴⁹⁰.

Os esforços da IOSCO prosseguem, para o futuro. Com esse objetivo, e como exemplo, pode ser mencionado a criação padrão da IOSCO e monitorização das atividades das *fintech*, através do *IOSCO Research Report on Financial Technologies* de Fevereiro de 2017. Esses esforços são especialmente importantes na perspetiva do *shadow banking*, para a correlação existente entre os modelos de negócio das *fintechs* e o sector de *shadow banking*, como salientado pela doutrina (na perspetiva da criação de riscos)⁴⁹¹ e no próprio relatório (positivamente, para efeitos de controlo)⁴⁹². Como referido, marcam também a transição da

⁴⁹⁰ “There is increasing interest in ETFs worldwide as evidenced by the significant amount of money invested in these types of products. The dynamic growth of ETFs has also drawn the attention of regulators around the world who are concerned about the potential impact of ETFs on investors and the marketplace. The IOSCO Committee on Investment Management (C5), in the course of 2008-2009, decided to carry out preliminary work into the ETF industry. Responses to a questionnaire sent to member jurisdictions and subsequent hearings with industry representatives confirmed the value of further policy work to assist national regulators in addressing potential issues. In 2010, C5 sought the endorsement of the former IOSCO Technical Committee (TC) – now the IOSCO Board – for a policy initiative to establish a common set of principles of value for regulators, industry participants, and investors alike.”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2013c), Pág. 5.

⁴⁹¹ “Showing a correlation between shadow banking and financial innovation: Fintech lenders, for which the origination process takes place nearly entirely online, have grown from roughly 4% market share in 2007 to 13% market share in 2015, and represent a significant fraction of shadow bank market share growth. By comparing lenders fintech and non-fintech shadow banks, we compare lenders who face similar regulatory regimes, thus isolating the role of technology. First, we find some evidence that fintech lenders appear to use different models (and possibly data) to set interest rates. Second, the ease of online origination appears to allow fintech lenders to charge higher rates, particularly among the lowest-risk, and presumably least price sensitive and most time sensitive borrowers. Finally, we conclude by pointing out that while fintech lenders have the potential to address ongoing regulatory challenges raised by Philippon (2016), in their current state, fintech lenders are tightly tethered to the ongoing operation of GSEs and the FHA as a source of capital. While fintech lenders may bring better services and pricing to the residential lending market, they appear to be intimately reliant on the political economy surrounding implicit and explicit government guarantees. How changes in political environment impacts the interaction between various lenders remains an area of future research.”. BUCHAK, GREG [ET AL.] (2017), Pág. 37.

⁴⁹² “A repurchase agreement (repo) is a method of obtaining short-term financing from financial institutions by pledging securities as collateral. The process of repo transactions involves record keeping of fund flows to the borrower and of collateral positions of the lender. The market practice of re-hypothecation allows the recipient of the collateral to pledge the same collateral from one financial institution to another until reaching the regulatory limit.(...) Certain financial regulators have also expressed interest in such a proof-of-concept as it could potentially offer more insight into repo and re-hypothecation (which have been considered by some as a form of “shadow banking”)”. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2017c), Pág. 56.

resposta à GFC, e o reconhecimento da necessidade permanente acompanhamento dos mercados, da inovação financeira e da arbitragem regulatória (como descrito no capítulo 2).

5.2 Os esforços regulatórios nas jurisdições estudadas

Os esforços internacionais de coordenação e cooperação têm efeitos políticos limitados. Para serem eficazes, dependem da sua implementação nas jurisdições nacionais.

O FSB, enquanto entidade mandatada pelos Estados do G20 para liderar as reformas após a GFC, vem cumprindo também o dever de acompanhar a aplicação das normas internacionais entre jurisdições. Em novembro de 2018, o exercício de acompanhamento do FSB informou que a maioria das jurisdições do G20 já havia implementado em grande parte as reformas prioritárias acordadas após a GFC⁴⁹³. Tendência que se manteve em 2022, como visto na Figura 2). Ainda que em algumas jurisdições (por exemplo, os EUA) algumas das reformas iniciais tenham sido parcialmente revertidas, essa avaliação de conformidade parece continuar a ser válida. Nesse sentido, por exemplo o BIS continua a avaliar as jurisdições estudadas como em “conformidade” ou “largamente em conformidade” (Figura 1).

O objetivo deste título é fazer uma breve avaliação sobre a forma como essas reformas foram implementadas nas jurisdições relevantes. Essa avaliação centrar-se-á nos seguintes pontos: alterações institucionais relevantes ocorridas nas jurisdições; na análise dos instrumentos jurídicos que aplicam as normas internacionais já descritas; uma breve descrição das disposições relativas ao regime de resolução e garantia de depósitos de cada jurisdição; e a informação acerca da existência de qualquer imposto especificamente aplicável a atividades ou transações financeiras.

5.2.1 União Europeia

Em consequência da GFC, a União Europeia sofreu uma mudança dramática no seu quadro institucional e regulatório. Antes desse evento, a União Europeia já tinha criado alguns organismos e fóruns de coordenação, particularmente na regulação bancária, entre os Estados membros da zona euro. No entanto, a GFC demonstrou as insuficiências daquela arquitetura;

⁴⁹³ FINANCIAL STABILITY BOARD (2018). *Implementation of reforms in priority areas by FSB jurisdictions (as of November 2018)*. Financial Stability Board Website [Consult 09.12.2018]. Disponível em WWW: <<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P281118-2.pdf>>

que ficaram ainda mais evidentes pela subsequente crise das dívidas soberanas. Por exemplo, à época da GFC não existia qualquer autoridade europeia nos mercados de valores mobiliários; nem qualquer fórum de supervisão prudencial. Essas tarefas (incluindo a supervisão bancária, apesar dos níveis de coordenação existentes na zona euro) eram da competência dos Estados-Membros.

Assim, o aperfeiçoamento do quadro regulatório e institucional europeu foi um dos resultados mais importantes da GFC (e da subsequente crise das dívidas soberanas). As atividades de intermediação bancária são agora reguladas pela EBA, estabelecida pelo Regulamento nº 1093/2010 de 24 Novembro 24 de 2010; e as atividades de intermediação não-bancária nos mercados de valores mobiliários estão agora sujeitos à supervisão pela ESMA, estabelecida pelo Regulamento n.º 1095/2010, de 24 de Novembro de 2010. O papel destas autoridades é semelhante, nos seus respetivos mercados. Tanto a EBA como a ESMA têm, sobretudo, um mero papel de coordenação entre os Estados-Membros. O seu principal objetivo é o de criar orientações e normas destinadas a desenvolver e harmonizar o quadro regulatório aplicável e de propor iniciativas legislativas à Comissão Europeia (não têm poder para as promulgar) acerca das respetivas atividades supervisionadas. A EBA e a ESMA têm também o importante papel de compilação e recolha de informação sobre as atividades dos intermediários financeiros nas jurisdições dos Estados Membros. Uma função especialmente importante para a supervisão macroprudencial das atividades de intermediação financeira no espaço do mercado comum.

Nos seus esforços de supervisão, ambas as entidades detêm o poder limitado de emitir avisos e recomendações às autoridades dos Estados-Membros ou a intermediários financeiros. Em circunstâncias excecionais de situações de risco do sistema, e atuando de forma subsidiária e exclusivamente na ausência de esforços nacionais coordenados, estas autoridades podem ter ações afirmativas dirigidas às autoridades nacionais e aos participantes no mercado. As competências mais importantes consistem na suspensão ou proibição de atividades de

intermediação que desrespeitem as normas emitidas por estas agências, o que só poderá ser exercido em condições muito específicas^{494 495}.

Sem prejuízo do acima descrito, há que notar que estas novas agências europeias não substituem o papel das autoridades nacionais. Limitam-se a coordenar os seus esforços de cooperação e harmonização regulatória. O quadro regulatório e de supervisão europeu continua a manter esta característica singular de ser a combinação de esforços dos organismos nacionais e supranacionais.

Mantém-se, então, o paradigma da cooperação entre as autoridades europeias e nacionais, mas com ajustamentos no exercício dos poderes de supervisão. Especialmente no caso do BCE, que ganhou poderes adicionais como resposta à GFC. Após as modificações institucionais introduzidas, e de maneira distinta à situação da EBA e da ESMA, o BCE deixou

⁴⁹⁴ Em relação à ESMA: “Artigo 18.º Acção em situações de emergência 1. Caso ocorram acontecimentos adversos que possam pôr seriamente em causa o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade de todo ou parte do sistema financeiro da União, a Autoridade promove activamente e, se necessário, coordena as acções empreendidas pelas autoridades nacionais de supervisão competentes interessadas. A fim de poder desempenhar estas funções de promoção e coordenação, a Autoridade deve ser cabalmente informada de quaisquer acontecimentos significativos, e ser convidada a participar como observadora em qualquer reunião relevante das autoridades nacionais de supervisão competentes interessadas. (...) 4. Sem prejuízo dos poderes atribuídos à Comissão pelo artigo 258.º TFUE, caso uma autoridade competente não cumpra a decisão da Autoridade referida no n.º 3 no prazo nela estabelecido, a Autoridade pode, caso os requisitos relevantes constantes dos actos legislativos referidos no n.º 2 do artigo 1.º, incluindo as normas técnicas de regulamentação e de execução adoptadas nos termos daqueles actos, sejam directamente aplicáveis aos intervenientes nos mercados financeiros, adoptar uma decisão individual dirigida a um interveniente nos mercados financeiros, exigindo-lhe a adopção das medidas necessárias para dar cumprimento às suas obrigações decorrentes da referida legislação, nomeadamente através da cessação de determinadas práticas. Tal só se aplica nos casos em que uma autoridade competente não aplique os actos legislativos referidos no n.º 2 do artigo 1.º, incluindo as normas técnicas de regulamentação e de execução adoptadas nos termos daqueles actos, ou os aplique de forma que pareça configurar uma violação manifesta desses actos, e em que seja necessário tomar medidas correctivas urgentes para repor o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União.”. UNIÃO EUROPEIA (2010c).

⁴⁹⁵ Em relação à EBA: “Artigo 18.º Acção em situações de emergência 1. Caso ocorram acontecimentos adversos que possam pôr seriamente em causa o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União, a Autoridade promove activamente e, se necessário, coordena as acções empreendidas pelas autoridades de supervisão competentes interessadas. A fim de poder exercer estas atribuições de promoção e coordenação, a Autoridade deve ser cabalmente informada de quaisquer acontecimentos significativos e ser convidada a participar como observadora em todas as reuniões relevantes das autoridades de supervisão competentes interessadas. (...) 4. Sem prejuízo dos poderes atribuídos à Comissão pelo artigo 258.º do TFUE, caso uma autoridade competente não cumpra a decisão da Autoridade referida no n.º 3 no prazo nela estabelecido, a Autoridade pode, caso os requisitos relevantes constantes dos actos legislativos referidos no n.º 2 do artigo 1.º, incluindo as normas técnicas de regulamentação e de execução adoptadas nos termos daqueles actos, sejam directamente aplicáveis às instituições financeiras, adoptar uma decisão individual dirigida a uma instituição financeira exigindo-lhe a adopção das medidas necessárias para dar cumprimento às suas obrigações decorrentes da referida legislação, nomeadamente através da cessação de determinadas práticas. Tal só se aplica nos casos em que uma autoridade competente não aplique os actos legislativos referidos no n.º 2 do artigo 1.º, incluindo as normas técnicas de regulamentação e de execução adoptadas nos termos daqueles actos, ou os aplique de forma que pareça configurar uma violação manifesta desses actos, e em que seja necessário tomar medidas correctivas urgentes para repor o bom funcionamento e a integridade dos mercados financeiros ou a estabilidade da totalidade ou de parte do sistema financeiro da União.”. UNIÃO EUROPEIA (2010b).

de ser um mero coordenador. Após a GFC o BCE passou a deter um perímetro regulatório e de supervisão próprio, que existe independentemente ou em paralelo com a competência das autoridades nacionais. Anteriormente à GFC, o BCE não tinha deveres de supervisão e o seu papel estava limitado às competências de política monetária. Todas os intermediários bancários estavam incluídos no perímetro regulatório e de supervisão das autoridades nacionais onde estavam sediadas.

Após a GFC, o mandato do BCE foi largamente alterado. Embora as suas funções fundamentais continuem a consistir na definição da política monetária da zona euro, as normas do Regulamento 575/2013 de 26 de Junho de 2013 (“Regulamento 575/2013”) e do Regulamento 1024/2013 de 15 de Outubro de 2013 (“Regulamento 1024/2013”) atribuíram ao BCE tarefas específicas sobre a supervisão prudencial dos intermediários bancários. Esses regulamentos criaram o Mecanismo Único de Supervisão - SSM⁴⁹⁶, às quais estão sujeitas as atividades de certos intermediários bancários na União Europeia que, pela sua relevância para o mercado de intermediação bancária estão sujeitas à supervisão do BCE (ao invés da supervisão das autoridades nacionais). Assim, e como consequência direta da GFC, realizou-se a unificação do mercado bancário europeu. Os poderes para regular e supervisionar as instituições de crédito são agora partilhados entre o BCE e as autoridades nacionais.

Os poderes de supervisão do BCE têm como alvo as instituições de crédito relevantes, conforme determinado no Regulamento 1024/2013 e no Regulamento 468/2014 de 16 de abril de 2014. Esta classificação aplica-se após a devida verificação dos seguintes critérios: dimensão da instituição; a importância para a economia dos Estados-membros individuais da UE; a importância para as transações transfronteiriças entre Estados-Membros. As instituições de crédito também devem estar sujeitas à supervisão do BCE quando beneficiam do EFSF ou do ESM e/ou estão entre as três instituições de crédito mais importantes de um Estado-Membro⁴⁹⁷.

⁴⁹⁶ “Artigo 6.º Cooperação no âmbito do MUS 1. O BCE exerce as suas atribuições no âmbito de um mecanismo único de supervisão composto pelo BCE e pelas autoridades nacionais competentes. O BCE é responsável pelo funcionamento eficaz e coerente do MUS.”. UNIÃO EUROPEIA (2013b).

⁴⁹⁷ “Artigo 6.º Cooperação no âmbito do MUS (...) 4. No se refere às atribuições previstas no artigo 4.o, com exceção do n.o 1, alíneas a) e c), o BCE dispõe dos poderes previstos no n.o 5 do presente artigo, e as autoridades nacionais competentes dispõem dos poderes previstos no n.o 6 do presente artigo, no âmbito e sob reserva dos procedimentos a que se refere o n.o 7 do presente artigo, em matéria de supervisão das seguintes instituições de crédito, companhias financeiras ou companhias financeiras mistas, ou sucursais — que estejam estabelecidas nos Estados-Membros participantes — de instituições de crédito estabelecidas em Estados-Membros não participantes: Aquelas que sejam menos significativas em base consolidada, ao nível mais elevado de consolidação nos Estados-Membros participantes, ou individualmente no caso específico das sucursais — que estejam estabelecidas em Estados-Membros participantes — de instituições de crédito estabelecidas em Estados-Membros não participantes. O carácter significativo é avaliado com base nos seguintes critérios: i) dimensão; ii)

Excepcionalmente, por razões fundamentadas, o BCE poderá sujeitar qualquer instituição menos significativa à sua supervisão⁴⁹⁸.

No exercício das suas funções, o BCE tem poderes para realizar procedimentos de supervisão e investigação⁴⁹⁹, para solicitar informações⁵⁰⁰, realizar inspeções no local⁵⁰¹, exercer poderes de supervisão⁵⁰² (exigir que as instituições de crédito adotem determinados

importância para a economia da União ou de um Estado-Membro participante; iii) importância das atividades transfronteiriças. (...) Aquelas instituições para as quais foi solicitada ou recebida diretamente assistência financeira pública do FEEF ou do MEE não podem ser consideradas menos significativas. Não obstante os parágrafos anteriores e a menos que circunstâncias específicas justifiquem outra solução, o BCE exerce as atribuições que lhe são conferidas pelo presente regulamento no que respeita às três instituições de crédito mais significativas em cada Estado-Membro participante.” Idem, ibidem.

⁴⁹⁸ “Artigo 67.º Critérios para uma decisão do BCE nos termos do artigo 6.o, n.o 5, alínea b), do Regulamento do MUS 1. O BCE pode, nos termos do artigo 6.o, n.o 5, alínea b), do Regulamento do MUS, decidir a qualquer momento, através de uma decisão do BCE, exercer diretamente a supervisão de uma entidade supervisionada menos significativa ou de um grupo supervisionado menos significativo quando tal seja necessário para garantir a aplicação coerente de elevados padrões de supervisão..” UNIÃO EUROPEIA (2014a).

⁴⁹⁹ “Artigo 9.º Poderes de supervisão e de investigação 1. Exclusivamente para efeitos do exercício das atribuições que lhe são conferidas pelo artigo 4.o, n.o 1 e n.o 2, e pelo artigo 5.o, n.o 2, o BCE deve ser considerado, se adequado, a autoridade competente ou a autoridade designada nos Estados-Membros participantes de acordo com a legislação aplicável da União. Exclusivamente para esse mesmo efeito, o BCE dispõe de todos os poderes e está sujeito às obrigações que se encontram previstos no presente regulamento. Dispõe também de todos os poderes e está sujeito às mesmas obrigações que a legislação aplicável da União atribui às autoridades competentes e às autoridades nacionais designadas, salvo disposição em contrário do presente regulamento. O BCE dispõe, em particular, dos poderes enumerados nas Secções 1 e 2 do presente capítulo. Na medida do necessário para o exercício das atribuições que lhe são conferidas pelo presente regulamento, o BCE pode, por meio de instruções, exigir que essas autoridades nacionais exerçam os seus poderes, nos termos e nas condições estabelecidas no direito nacional, sempre que o presente regulamento não confira esses poderes ao BCE. Essas autoridades nacionais informam cabalmente o BCE sobre o exercício desses poderes.” UNIÃO EUROPEIA (2013b).

⁵⁰⁰ “Artigo 10.º Pedido de informação 1. Sem prejuízo dos poderes a que se refere o artigo 9.o, n.o 1, e sob reserva das condições estabelecidas na legislação aplicável da União, o BCE pode exigir que as seguintes pessoas coletivas ou singulares, sob reserva do disposto no artigo 4.o, lhe forneçam todas as informações necessárias ao exercício das atribuições que lhe são conferidas pelo presente regulamento, incluindo as informações a prestar a intervalos regulares e em formatos específicos, para fins de supervisão e para os correspondentes fins estatísticos: a) As instituições de crédito estabelecidas nos Estados-Membros participantes; b) As companhias financeiras estabelecidas nos Estados-Membros participantes; c) As companhias financeiras mistas estabelecidas nos Estados-Membros participantes; d) As companhias mistas estabelecidas nos Estados-Membros participantes; e) As pessoas pertencentes às entidades referidas nas alíneas a) a d); f) Terceiros a quem as entidades referidas nas alíneas a) a d) subcontrataram tarefas ou atividades” Idem, ibidem.

⁵⁰¹ “Artigo 12.º Inspeções no local 1. A fim de exercer as atribuições que lhe são conferidas pelo presente regulamento e sob reserva de outras condições estabelecidas na legislação aplicável da União, o BCE pode, nos termos do artigo 13.o e sob reserva de notificação prévia à autoridade nacional competente em causa, proceder a todas as inspeções no local que forem necessárias nas instalações das pessoas coletivas referidas no artigo 10.o, n.o 1, bem como em quaisquer outras empresas abrangidas pela supervisão em base consolidada quando o BCE for a autoridade responsável pela supervisão em base consolidada nos termos do artigo 4.o, n.o 1, alínea g). Caso a boa execução e a eficiência das inspeções o exija, o BCE pode proceder a inspeções no local sem aviso prévio a essas pessoas coletivas.” Idem, ibidem.

⁵⁰² “Artigo 16.º Poderes de supervisão 1. Para efeitos do exercício das atribuições a que se refere o artigo 4.o, n.o 1, e sem prejuízo de outros poderes conferidos ao BCE, são atribuídos ao BCE, nos termos do n.o 2 do presente artigo, poderes para exigir que as instituições de crédito, companhias financeiras ou companhias financeiras mistas nos Estados-Membros participantes tomem, numa fase precoce, as medidas necessárias para solucionar problemas relevantes em qualquer das seguintes circunstâncias: a) A instituição de crédito não satisfaz

comportamentos ou opções) e para aplicar sanções administrativas⁵⁰³. As autoridades nacionais têm os mesmos poderes, dirigidos a instituições de crédito menos relevantes e fora da competência do BCE.

Outra grande mudança no quadro institucional de intervenção sobre a atividade de intermediação financeira da UE foi a criação de supervisores de risco financeiro com competência de supervisão sobre todo o mercado europeu (intermediação bancária e não-bancária, nacional, supranacional e internacional). Todas as instituições mencionadas (a EBA, a ESMA, o BCE, e ainda a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões ocupacionais) têm assento no ESRB. O ESRB foi criado pelo Regulamento No. 1092/2010, de 24 Novembro de 2010 com a função de ser um fórum de intercâmbio de informações entre as agências, e de executar a supervisão prudencial das atividades financeiras europeias⁵⁰⁴. É um fórum de coordenação entre os seus membros e as suas principais ferramentas são a recolha de informação⁵⁰⁵ e a emissão de avisos privados e públicos dirigidos às autoridades europeias e dos Estados-Membros⁵⁰⁶. Este fórum de coordenação é uma alteração institucional especialmente importante para as atividades do modelo de *shadow banking* na União Europeia.

os requisitos previstos nos atos a que se refere o artigo 4.o, n.o 3, primeiro parágrafo; b) O BCE tem provas de que a instituição de crédito está em risco de infringir nos 12 meses seguintes os requisitos previstos nos atos a que se refere o artigo 4.o, n.o 3, primeiro parágrafo; c) No quadro de um processo de supervisão realizado nos termos do artigo 4.o, n.o 1, alínea f), ficou determinado que os dispositivos, as estratégias, os processos e os mecanismos implementados pela instituição de crédito e os fundos próprios e liquidez por elas detidos não asseguram uma boa gestão e cobertura dos seus riscos.”. Idem, ibidem.

⁵⁰³ “Artigo 18.º Sanções administrativas 1. Para efeitos do exercício das atribuições que lhe são conferidas pelo presente regulamento, caso as instituições de crédito, as companhias financeiras ou as companhias financeiras mistas infringam, dolosa ou negligentemente, uma violação de um dever previsto nos atos pertinentes diretamente aplicáveis da legislação da União, em consequência dos quais as autoridades competentes devem aplicar sanções administrativas pecuniárias, nos termos da legislação aplicável da União, o BCE pode aplicar sanções administrativas pecuniárias até ao montante máximo correspondente ao dobro do montante dos lucros obtidos com a infração ou das perdas que ela permitiu evitar, caso este montante possa ser determinado, ou até ao montante máximo de 10 % do volume de negócios anual total, tal como definido na legislação aplicável da União, realizado pela pessoa coletiva no exercício financeiro anterior, ou outras sanções pecuniárias eventualmente previstas na legislação aplicável da União.”. Idem, ibidem.

⁵⁰⁴ “Artigo 3.o Missão, objectivos e atribuições 1. O ESRB é responsável pela supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União, a fim de contribuir para a prevenção ou a atenuação dos riscos sistémicos para a estabilidade financeira da União decorrentes da evolução do sistema financeiro e tendo em conta a evolução macroeconómica, por forma a evitar períodos de crise financeira generalizada. Contribui para o bom funcionamento do mercado interno, garantindo desse modo um contributo sustentável do sector financeiro para o crescimento económico.”. UNIÃO EUROPEIA (2010a).

⁵⁰⁵ “Artigo 15.º Recolha e troca de informações 1. O ESRB faculta às ESAs as informações sobre riscos necessárias para a o exercício das suas atribuições. 2. As ESAs, o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC), a Comissão, as autoridades nacionais de supervisão e as autoridades nacionais de estatística cooperam estreitamente com o ESRB e facultam-lhe todas as informações necessárias para o exercício das suas atribuições de acordo com a legislação da União.”. Idem, ibidem.

⁵⁰⁶ “Artigo 18.º Alertas e recomendações públicos 1. Depois de informar o Conselho com a antecedência suficiente para que este possa reagir, o Conselho Geral decide, caso a caso, se um alerta ou recomendação deverá

Todas estas autoridades europeias, juntamente com as autoridades nacionais, formam o *European System of Financial Supervision*. Assim, e como estabelecido pela Diretiva 2013/36/EU de 26 de Junho de 2013 (“Diretiva 2013/36/EU”), os Estados têm a obrigação vinculativa de cooperar com as autoridades europeias e os demais Estados Membros⁵⁰⁷. Isto representa um novo nível de integração, não só entre os Estados-Membros, mas também entre os Estados-Membros e as instituições europeias. É também uma integração das atividades de supervisão de intermediação bancária e não-bancária. Estas mudanças institucionais também parecem ter alguns efeitos no modelo de *shadow banking*. Com estes novos fluxos de comunicação entre as autoridades (nacionais e europeias, de mercados de intermediação bancária e não-bancária), os reguladores e supervisores teriam um melhor conhecimento do mercado e de potenciais riscos decorrentes das suas atividades, que podem ser mais cedo percebidos e abordados. Assim, este novo quadro deve ser útil para a resiliência das atividades bancárias e para evitar os efeitos nocivos da atividade de *shadow banking*.

ser tornado público. Não obstante o disposto no n.º 3 do artigo 10.º, é sempre necessário um quórum de dois terços para as decisões do Conselho Geral tomadas ao abrigo do presente número.”. Idem, ibidem.

⁵⁰⁷ “Artigo 117.º Obrigações de cooperação 1. As autoridades competentes devem colaborar estreitamente entre si. Devem trocar todas as informações essenciais ou relevantes para o exercício das funções de supervisão das outras autoridades conferidas pela presente diretiva e pelo Regulamento (UE) n.º 575/2013. Neste contexto, as autoridades competentes devem transmitir mediante pedido todas as informações relevantes, e comunicar por sua própria iniciativa todas as informações essenciais. As autoridades competentes devem cooperar com a EBA para efeitos da presente diretiva e do Regulamento (UE) n.º 575/2013, nos termos do Regulamento (UE) n.º 1093/2010. As autoridades competentes devem facultar à EBA todas as informações necessárias ao cumprimento das obrigações que lhe incumbem por força da presente diretiva, do Regulamento (UE) n.º 575/2013 e do artigo 35.º do Regulamento (UE) n.º 1093/2010. As informações a que se refere o primeiro parágrafo são consideradas essenciais se forem suscetíveis de influenciar significativamente a avaliação da solidez financeira de uma instituição ou de uma instituição financeira noutro Estado-Membro. Em particular, as autoridades responsáveis pela supervisão em base consolidada das instituições-mãe da UE e das instituições controladas por companhias financeiras-mãe da UE ou companhias financeiras mistas-mãe da UE devem prestar todas as informações relevantes às autoridades competentes dos outros Estados-Membros que exercem a supervisão das filiais dessas empresas-mãe. Para determinar o âmbito das informações relevantes, é tida em conta a importância dessas filiais no sistema financeiro desses Estados-Membros. As informações a que se refere o primeiro parágrafo devem incluir, nomeadamente, os seguintes elementos: a) Identificação da estrutura jurídica e da estrutura de governo do grupo, incluindo a estrutura organizativa, abrangendo todas as entidades regulamentadas, entidades não regulamentadas, filiais não regulamentadas e sucursais significativas pertencentes ao grupo, e as empresas-mãe, nos termos do artigo 14.º, n.º 3, do artigo 74.º, n.º 1, e do artigo 109.º, n.º 2, bem como a identificação das autoridades competentes das entidades regulamentadas do grupo; b) Procedimentos de recolha de informações junto das instituições de um grupo e verificação dessas informações; c) Qualquer evolução negativa na situação das instituições ou de outras entidades de um grupo, suscetíveis de afetar significativamente as instituições; d) Sanções importantes e medidas extraordinárias adotadas pelas autoridades competentes nos termos da presente diretiva, nomeadamente a imposição de um requisito específico de fundos próprios ao abrigo do artigo 104.º ou a imposição de limites à utilização do método de medição avançada para o cálculo dos requisitos de fundos próprios ao abrigo do artigo 312.º, n.º 2, do Regulamento (UE) n.º 575/2013.”. UNIÃO EUROPEIA (2013c).

Estas alterações institucionais constituem apenas parte das reformas implementadas. Os Estados-Membros e as instituições europeias também promulgaram alterações materiais sobre os regulamentos aplicáveis às atividades financeiras.

A execução dessas modificações foi realizada através da promulgação do Regulamento 575/2013, de 26 de Junho de 2013; da Diretiva 2013/36/EU, que estabelece standards comuns para a supervisão nacional e europeia das instituições de crédito e de certas empresas de investimento. Através destas normas os standards de BASEL III foram implementados na UE. A UE está em grande medida em conformidade com os aspetos gerais das normas BASEL III. Na sua primeira revisão, uma parte substancial das normas foi considerada como não conforme⁵⁰⁸. Essa situação mudou, posteriormente, e como se viu na Figura 1, as normas da EU são praticamente conformes a BASEL III.

Um outro aspeto importante destas reformas diz respeito à criação de normas explícitas e harmonizadas de regulação das atividades de intermediários financeiros. Afetando ambos os mercados (de intermediação bancária e não-bancária) devem ser mencionadas as normas do Regulamento 600/2014 de 15 de Maio de 2014 (conhecido como MIFIR); e a Diretiva 2014/65/UE de 15 de Maio de 2014, (conhecida como MIDIF II). Estas normas criam regras aplicáveis a certos aspetos da atividade de intermediação não-bancária que têm uma componente prudencial e sistémica; e que vão além do papel regulatório que historicamente era aplicado (como visto no capítulo 1). Elas refletem, na UE as recomendações e relatórios desenvolvidos pela IOSCO (sobre governança, derivados e CCP, entre outros). Estas normas estão, atualmente, em processo de revisão e não se espera que alterem as tendências de intervenção que expressam. Já em 2019, estas regras foram complementadas pelo Regulamento 2033/2019 de 27 de Novembro e a Diretiva 2034/2019 de 27 de Novembro, impõem regras de capital às firmas de investimento e normas de governança e gestão de risco. Através do Essas entidades, intermediários não-bancários, estão agora sujeitas a um regime semelhante ao aplicável aos intermediários bancários. Trata-se de uma mudança de paradigma, e uma intervenção material numa atividade privada.

⁵⁰⁸ "Overall, eight of the 14 components assessed are compliant with the Basel framework, and four components (definition of capital and calculation of minimum requirements, Standardised Approach for credit risk, credit risk (securitisation framework) and Standardised Measurement Method for market risk) are largely compliant; one component (Internal Ratings-Based (IRB) approach for credit risk) is materially non-compliant; while the counterparty credit risk component is non-compliant. In view of this, the prudential regulatory framework in the EU and the nine Member States was evaluated to be materially non-compliant with the minimum standards prescribed under the Basel framework." BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014d). Pág. 4.

O regime de resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento também se alterou, pela Diretiva 2014/59/EU de 15 de Maio de 2014 e pelo Regulamento 806/2014 de Julho de 2014. Seguindo a lógica das alterações institucionais anteriormente descritas, esta norma cria o SRM. O SRB foi designado a autoridade responsável a nível europeu, agindo em paralelo ou em conjunto com as autoridades de resolução nacionais (art.7.º do Regulamento 806/2014). Em linha com as reformas internacionais, estas normas criam a obrigação de os intermediários desenvolverem planos de resolução (art.5.º da Diretiva 2014/59/EU); imputa as primeiras perdas aos acionistas e credores relevantes (art.15.º do Regulamento 806/2014); mas pressupõe a possibilidade de utilização de recursos públicos (art.19.º do Regulamento 806/2014).

Uma outra grande modificação regulatória consistiu na emissão da Diretiva 2014/40/EU, que estabelece regras harmonizadas sobre garantia de depósitos para os Estados-membros. Nos termos da diretiva, fica estabelecido um montante mínimo de cobertura de depósitos (à data permanece em 100.000,00 Euros). Até 2024 os Estados devem garantir que o regime de garantia de depósitos deve dispor de meios financeiros disponíveis que representem pelo menos 0,8% do montante total em depósitos cobertos no Estado em que atua. Outros princípios, como a governação do regime de seguro de depósitos ou as medidas de financiamento, não estão sujeitos a estas regras e dependem exclusivamente de cada regime de Estado-Membro.

Na perspectiva das finanças públicas e da política fiscal os Estados-Membros da zona euro também celebraram um acordo, o *Tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade*, de 7 de fevereiro de 2012, que criou o ESM. Este fundo é importante porque permite financiar os Estados-membros na concessão de apoio financeiro para a recapitalização e oferta de liquidez às instituições de intermediação financeira⁵⁰⁹. Funciona como um esquema de coordenação entre Estados, que pretende substituir a ausência de uma política fiscal comum (equivalente à exercida pelo ministério das finanças num Estado soberano). Por outras palavras, é um prestamista de último recurso para os intermediários financeiros da União Europeia. Todos os membros da zona euro subscreveram os capitais próprios do fundo, que serão utilizados para assistência financeira. Por conseguinte, o ESM é financiado pelos Estados-Membros em diferentes proporções.

⁵⁰⁹ “ARTIGO 15.º Assistência financeira para a recapitalização das instituições financeiras de um membro do MEE 1. O Conselho de Governadores pode decidir conceder assistência financeira mediante empréstimos a um membro do MEE para o fim específico de recapitalizar as instituições financeiras desse membro do MEE.”. UNIÃO EUROPEIA (2012).

Uma questão importante sobre as modificações regulatórias na UE prende-se com a discussão sobre a implementação da separação entre as atividades de intermediação bancária e não-bancária. Apesar de ter sido discutida, não foi incluída essa norma nos instrumentos acima descritos. Ao invés, foi colocado à disposição de cada Estado membro a aplicação (ou não) dessa regra⁵¹⁰.

Por último, não existe qualquer imposto especificamente aplicável às atividades das instituições financeiras na União Europeia. Os poderes fiscais são exclusivamente da competência dos Estados-Membros e da existência dessa vontade política dos Estados. Não obstante, em 2013 as autoridades europeias consideraram a emissão de uma diretiva sobre um imposto sobre as atividades financeiras, que não era consensual entre os Estados-Membros.⁵¹¹ Essa proposta não avançou, mas deveria funcionar como um imposto (e não uma contribuição). Desde 2012 que não se registaram mais desenvolvimentos sobre este tema. Além disso, os serviços financeiros estão expressamente isentos da tributação do IVA, como estabelecido pela diretiva sobre o sistema comum de imposto sobre o valor acrescentado.

5.2.1.1 Implementação em Portugal das reformas internacionais e da União Europeia

As principais alterações regulamentares vieram de atos legislativos da UE (já mencionados) e estão geralmente alinhadas com o espírito e as propostas das organizações internacionais (em que Portugal participou diretamente, por exemplo, a IOSCO, ou indiretamente, por exemplo, através das instituições da UE). Estes foram incorporados principalmente nos quatro instrumentos jurídicos internos mais importantes sobre este tema: a Lei Orgânica do Banco de Portugal, a Lei que cria o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, o Regime Geral das Instituições de Crédito e das Sociedades Financeiras e o Código de Valores Mobiliários.

O primeiro aspeto a analisar é a arquitetura de supervisão do sistema financeiro português. As alterações internas não foram relevantes, uma vez que Portugal antecipou a

⁵¹⁰ “In 2014, the European Commission proposed a Regulation on structural reform, which was later withdrawn after much debate and criticism. (...) The Commission proposal was based on the proposals of the High Level Expert Group chaired by Erkki Liikanen (former Central Bank Governor of Finland), and it followed various structural reforms enacted in the United States (the Volcker Rule), the United Kingdom, France and Germany. The proposed Regulation sought to address the risks from intra-group exposures associated with certain trading activities and to enhance a banking group’s resolvability.”. KERN, ALEXANDER (2019), Pág. 222.

⁵¹¹ Mais informação sobre essa iniciativa pode ser encontrada no seguinte site: COMISSÃO EUROPEIA (2019). *Taxation of the financial sector*. European Commission Website [Consult. 16.02.2019]. Disponível em WWW: <URL:https://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation-financial-sector_en>.

existência de um supervisor de coordenação entre os diferentes mercados de intermediação: O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros. Esta entidade foi criada no ano 2000 (oito anos antes da GFC). Noutras jurisdições, a criação de tal entidade foi considerada como uma das mais importantes inovações de arquitetura de supervisão (por exemplo, os EUA e a UE). O papel coordenador desta entidade não foi modificado de forma relevante pela GFC. As duas principais alterações às competências desta entidade foram incluídas em 2015 e dizem respeito à sua competência internacional⁵¹² e à consulta obrigatória que lhe deve ser feita antes da promulgação de qualquer legislação sobre finanças⁵¹³. Tendo em conta os efeitos relevantes da GFC e da subsequente crise das dívidas soberanas em Portugal, a sua criação prévia não parece ter representado uma grande vantagem.

Não obstante, não se pode ignorar que a supervisão exercida pelas autoridades portuguesas foi em grande parte alterado, pelas transferências de poderes de supervisão para instituições da UE (como já foi descrito). Esta alteração pode ser alargada a todos os outros membros da UE, que tiveram de aceitar a transferência de algumas das suas competências anteriores (no caso, parte das competências do Banco de Portugal) ou uma cooperação reforçada (no caso, a CMVM). Estas modificações externas implicam uma mudança maciça quando as principais instituições financeiras de cada Estado-Membro são agora supervisionadas em simultâneo pelas autoridades europeias.

⁵¹² “Artigo 2.º Competência (...) 2 - No exercício de funções de coordenação em matéria de regulação e supervisão das entidades e atividades financeiras, compete ao Conselho: (...) h) Coordenar a atuação conjunta das autoridades de supervisão junto quer de entidades nacionais, quer de entidades estrangeiras ou organizações internacionais; (...)” REPÚBLICA PORTUGUESA (2000).

⁵¹³ “Artigo 2.º Competência (...) 2 - No exercício de funções de coordenação em matéria de regulação e supervisão das entidades e atividades financeiras, compete ao Conselho: (...) g) Pronunciar-se sobre quaisquer iniciativas legislativas relativas à regulação do setor financeiro que se insiram no âmbito das respetivas competências e prestar informações nos termos previstos no n.º 8; (...)”. Idem, ibidem.

Para já, e em termos práticos, o Banco de Portugal⁵¹⁴ e a CMVM⁵¹⁵⁵¹⁶ são agora as principais entidades responsáveis, na respetiva competência, para a supervisão de determinadas instituições nacionais não-sistémicas (na perspetiva europeia); enquanto as instituições sistémicas estão agora sob a supervisão do BCE, da EBA e da ESMA, respetivamente (como já descrito, acima).

O segundo conjunto de alterações, consequência da reforma financeira europeia, consiste na alteração aos procedimentos de resolução. Foram implementadas através das alterações ao regime português de seguro de depósitos (Fundo de Garantia de Depósitos), incorporando as disposições europeias comuns (por exemplo, o montante mínimo seguro). A mudança mais importante foi o compromisso de cooperação com outros regimes europeus de seguro de depósitos⁵¹⁷; também, a criação do Fundo de Resolução, em 2012 (através da

⁵¹⁴ “Artigo 93.º Supervisão 1 - A supervisão das instituições de crédito, das companhias financeiras, das companhias financeiras mistas, em especial a sua supervisão prudencial, incluindo a da atividade que exerçam no estrangeiro, incumbe ao Banco de Portugal, de acordo com a sua Lei Orgânica e o presente Regime Geral. 2 - O disposto no número anterior não prejudica os poderes de supervisão atribuídos à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (...) 4- No exercício das suas competências, o Banco de Portugal tem em conta a convergência relativamente aos instrumentos e práticas de supervisão na aplicação da lei e regulamentação adotadas por força da Diretiva n.º 2013/36/UE e do Regulamento (UE) n.º 575/2013, ambos do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, nomeadamente no quadro da participação no Sistema Europeu de Supervisão Financeira. 5 - Para efeitos do disposto no número anterior, o Banco de Portugal: a) Cooperar com as autoridades de supervisão e demais entidades integrantes do Sistema Europeu de Supervisão Financeira, de acordo com o princípio da cooperação leal previsto no n.º 3 do artigo 4.º do Tratado da União Europeia, assegurando, em particular, um fluxo adequado e fiável de informação; b) Participa nas atividades da Autoridade Bancária Europeia e nos colégios de autoridades de supervisão; c) Desenvolve todos os esforços para dar cumprimento às orientações e recomendações emitidas pela Autoridade Bancária Europeia e para responder aos alertas e recomendações emitidos pelo Comité Europeu do Risco Sistémico; d) Cooperar de forma estreita com o Comité Europeu do Risco Sistémico. 6 - A prossecução das demais atribuições legais do Banco de Portugal não deve interferir nem prejudicar o desempenho das suas competências legais de supervisão, designadamente no âmbito da Autoridade Bancária Europeia ou do Comité Europeu do Risco Sistémico.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1992).

⁵¹⁵ “Artigo 355.º Troca de informações (...) 2 - A CMVM pode também trocar informações, ainda que sujeitas a segredo, com as seguintes entidades: a) A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, a Autoridade Bancária Europeia e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma; b) O Comité Europeu do Risco Sistémico; c) O Banco Central Europeu e o Sistema Europeu de Bancos Centrais; d) As autoridades de supervisão dos Estados-Membros da União Europeia ou as entidades que aí exerçam funções equivalentes às referidas no número anterior.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1999c).

⁵¹⁶ Artigo 361.º Exercício da supervisão 1 - No exercício da supervisão, a CMVM pratica os atos necessários para assegurar a efetividade dos princípios referidos no artigo 358.º, salvaguardando tanto quanto possível a autonomia das entidades sujeitas à sua supervisão. 2 - No exercício da supervisão, a CMVM dispõe das seguintes prerrogativas: (...) i) Proibir ou limitar a comercialização, distribuição ou venda de instrumentos financeiros ou um determinado tipo de atividade ou prática financeira, nos termos previstos na legislação da União Europeia relativa aos mercados de instrumentos financeiros, e exercer os demais poderes de intervenção previstos na lei e na legislação da União Europeia relativa às vendas a descoberto..”. Idem, ibidem.

⁵¹⁷ “Artigo 167.º-A Cooperação com outros sistemas de garantia de depósitos 1 - Em caso de indisponibilidade dos depósitos de uma instituição de crédito sediada noutro Estado membro da União Europeia com sucursal em Portugal, o Fundo efetua o reembolso dos depósitos constituídos em Portugal em nome do sistema de garantia de depósitos do Estado membro de origem e de acordo com as instruções por este fornecidas, não sendo responsável pelos atos praticados de acordo com aquelas instruções. 2 - Em caso de indisponibilidade

promulgação do Decreto-Lei nº 31-A/2012). Devido a estas adaptações ao quadro europeu, Portugal criou agora uma autoridade de resolução (o Banco de Portugal)⁵¹⁸ e um prestador de recursos financeiros para a implementação das medidas de resolução (Fundo de Resolução)⁵¹⁹. Conforme determinado na lei, os poderes de resolução são exercidos através de uma unidade segregada dentro do Banco de Portugal⁵²⁰. Em 2022, as competências de resolução das empresas de investimento passaram a ser exercidas pela CMVM⁵²¹; exigindo-se coordenação entre os órgãos para os casos de sociedades de investimento consolidadas em intermediário sujeito à supervisão do Banco de Portugal.

dos depósitos de uma instituição de crédito sediada em Portugal com sucursal noutro Estado membro da União Europeia, o Fundo disponibiliza previamente o financiamento necessário para a efetivação do reembolso dos depósitos constituídos naquelas sucursais pelo sistema de garantia de depósitos do Estado membro de acolhimento, fornece-lhe as instruções necessárias e compensa-o pelos custos incorridos.”. Idem, ibidem.

⁵¹⁸ “A criação do enquadramento jurídico da resolução em 2012 no RGICSF foi acompanhada pela atribuição, ao Banco de Portugal, da responsabilidade pela preparação e aplicação dos planos de resolução e das medidas de resolução. Essa atribuição foi objeto de consagração expressa na Lei Orgânica do Banco de Portugal no ano seguinte, sendo este a autoridade de resolução nacional e o garante da estabilidade financeira nacional. A atribuição desta função ao Banco Central resulta do conhecimento privilegiado de que este dispõe sobre o setor bancário, em particular da tarefa de que está incumbido no domínio da supervisão prudencial das instituições de crédito e sociedades financeiras. Por outro lado, as garantias de independência a que o regulador bancário está obrigado, alicerçadas no Tratado de Funcionamento da UE (TFUE), permitem melhor assegurar que as decisões relativas à função de resolução (que, não obstante estar atribuída ao Banco de Portugal, deve estar organizada internamente de forma separada de quaisquer outras funções, em particular da função de supervisão), são tomadas por critérios estritamente técnicos e não de oportunidade, assegurando a neutralidade, credibilidade e expertise características de uma autoridade reguladora independente.” BANCO DE PORTUGAL (2016), Pág. 51.

⁵¹⁹ “Artigo 153.º-C Objeto do Fundo de Resolução O Fundo tem por objeto prestar apoio financeiro à aplicação de medidas de resolução adotadas pelo Banco de Portugal, nos termos do disposto no artigo 145.º-AB, e desempenhar todas as demais funções que lhe sejam conferidas pela lei no âmbito da execução de tais medidas.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1992).

⁵²⁰ “Artigo 17.º-A 1- Compete ao Banco de Portugal desempenhar as funções de autoridade de resolução nacional, incluindo, entre outros poderes previstos na legislação aplicável, os de elaborar planos de resolução, aplicar medidas de resolução e determinar a eliminação de potenciais obstáculos à aplicação de tais medidas, nos termos e com os limites previstos na legislação aplicável. 2 - O desempenho das funções previstas no número anterior é exercido de forma operacionalmente independente das funções de supervisão e das demais funções desempenhadas pelo Banco de Portugal.”. Idem, ibidem.

⁵²¹ “Artigo 152.º-A Regime aplicável às empresas de investimento. 1 - A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários é a autoridade de supervisão competente para aplicar as medidas previstas no capítulo II do presente título às empresas de investimento referidas no n.º 1 do artigo anterior. 2 - Para efeitos do número anterior, aplicam-se os requisitos de adequação dos membros dos órgãos de administração das empresas de investimento previstos no Regime das Empresas de Investimento.”. Idem, ibidem.

O Fundo de Resolução é financiado pelas instituições financeiras existentes⁵²²⁵²³, através de uma contribuição que represente uma percentagem das suas responsabilidades e do respetivo perfil de risco⁵²⁴. Embora seja totalmente gerido por funcionários do governo (nomeado pelo Banco de Portugal e pelo Ministério das Finanças)⁵²⁵. Excecionalmente, o Estado também pode financiar o Fundo de Resolução, através de um empréstimo ou de uma garantia. O Estado não é obrigado a tomar tal medida⁵²⁶. Não pode deixar de ser referido que, desde 2015, a Lei prevê expressamente uma definição e a possibilidade de atribuição de apoio financeiro extraordinário pelo Estado⁵²⁷ a qualquer tipo de intermediário financeiro (e não

⁵²² “Artigo 153.º-F Recursos financeiros do Fundo de Resolução 1 - O Fundo dispõe dos seguintes recursos: a) As receitas provenientes da contribuição sobre o setor bancário; b) Contribuições iniciais das instituições participantes; c) Contribuições periódicas das instituições participantes; d) Importâncias provenientes de empréstimos; e) Rendimentos da aplicação de recursos; f) Liberalidades; g) Quaisquer outras receitas, rendimentos ou valores que provenham da sua atividade ou que por lei ou contrato lhe sejam atribuídos, incluindo os montantes recebidos da instituição de crédito objeto de resolução ou da instituição de transição.”. Idem, ibidem.

⁵²³ “Artigo 153.º-D Instituições participantes do Fundo de Resolução 1 - Participam obrigatoriamente no Fundo: a) As instituições de crédito com sede em Portugal; b) As empresas de investimento que exerçam a atividade de negociação por conta própria ou as atividades de tomada firme de instrumentos e/ou colocação de instrumentos financeiros com garantia; c) As sucursais de instituições de crédito não compreendidas no artigo 48.º; d) As sucursais das instituições financeiras abrangidas pelo artigo 189.º e que exerçam a atividade de negociação por conta própria ou as atividades de tomada firme de instrumentos e/ou colocação de instrumentos financeiros com garantia; f) do n.º 1 do artigo 199.º-A, com exceção do serviço de colocação sem garantia; e) As sociedades relevantes para sistemas de pagamentos sujeitas à supervisão do Banco de Portugal.”. Idem, ibidem.

⁵²⁴ “Artigo 153.º-H - Contribuições periódicas das instituições participantes 1 - As instituições participantes entregam ao Fundo contribuições periódicas a fixar pelo Banco de Portugal nos termos da legislação aplicável. 2 - O valor da contribuição periódica de cada instituição participante é proporcional ao montante do passivo dessa instituição, com exclusão dos fundos próprios, deduzido dos depósitos garantidos pelo Fundo de Garantia de Depósitos, dentro do limite previsto no artigo 166.º, ou dos depósitos garantidos pelo Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo, dentro do limite previsto no artigo 12.º do Decreto-Lei n.º 345/98, de 9 de novembro, alterado pelos Decretos-Leis n.ºs 126/2008, de 21 de julho, 211-A/2008, de 3 de novembro, 162/2009, de 20 de julho, 119/2011, de 26 de dezembro, e 31-A/2012, de 10 de fevereiro, em relação a esses valores apurados para o conjunto das instituições participantes. 3 - O valor da contribuição periódica é ajustado em proporção do perfil de risco da instituição participante e tem em conta a fase do ciclo económico e o potencial impacto de contribuições procíclicas na situação financeira da instituição.”. Idem, ibidem.

⁵²⁵ “Artigo 153.º-E Comissão diretiva do Fundo de Resolução 1 - O Fundo é gerido por uma comissão diretiva composta por três membros: a) Um membro do conselho de administração do Banco de Portugal, por este designado, que preside; b) Um membro designado pelo membro do Governo responsável pela área das finanças; c) Um membro designado por acordo entre o Banco de Portugal e o membro do Governo responsável pela área das finanças.”. Idem, ibidem.

⁵²⁶ “Artigo 153.º-J Apoio financeiro excecional do Estado 1 - Aos recursos previstos no artigo anterior poderá ainda acrescer, excecionalmente, a prestação de apoio financeiro do Estado ao Fundo, nomeadamente sob a forma de empréstimos ou prestação de garantias. 2 - Sem prejuízo do disposto no número anterior, não recai sobre o Estado qualquer obrigação de prestar apoio financeiro excecional ao Fundo, nem qualquer responsabilidade pelo financiamento da aplicação de medidas de resolução.”. Idem, ibidem.

⁵²⁷ “Artigo 2.º-A – Definições 1 - Para efeitos do disposto no presente Regime Geral, entende-se por: (...) b) «Apoio financeiro público extraordinário», auxílio de Estado na aceção do n.º 1 do artigo 107.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, ou qualquer outro apoio financeiro público a nível supranacional que, se atribuído a nível nacional, constituiria um auxílio de Estado, concedido para preservar ou restabelecer a viabilidade, a liquidez ou a solvabilidade de instituições de crédito, de empresas de investimento que exerçam a atividade de negociação por conta própria ou as atividades de tomada firme de instrumentos financeiros e/ou

apenas a intermediários bancários). Embora, em teoria, o Fundo de Resolução atenuar o problema do risco moral, na prática a participação do Estado neste esquema faz com que o risco moral permaneça.

Em terceiro lugar, no que diz respeito aos mercados financeiros e à competência da CMVM, as autoridades portuguesas incorporaram as principais alterações aplicáveis nos termos dos regulamentos europeus, por exemplo, a obrigação de negociar os derivados exclusivamente através de contrapartes centrais.⁵²⁸ e, mais recentemente, através da promulgação das disposições de transparência da titularização⁵²⁹.

Por último, no que respeita à tributação das operações financeiras, o imposto do selo é aplicável às instituições de crédito (quer como credores quer como prestadores de garantias)⁵³⁰, em algumas das suas atividades⁵³¹. Essas atividades constam do anexo II do Código do Imposto

colocação de instrumentos financeiros com garantia, de uma das entidades referidas nas alíneas a) a c) do n.º 2 do artigo 152.º ou de um grupo do qual essas entidades façam parte; (...).”. Idem, ibidem.

⁵²⁸ *Artigo 201.º-C Obrigação de negociação de derivados em plataformas de negociação As contrapartes financeiras e não financeiras apenas podem negociar derivados pertencentes a qualquer categoria de derivados que tenha sido declarada sujeita à obrigação de negociação nos termos da legislação da União Europeia.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1999c).*

⁵²⁹ *“Artigo 1.º 1 — O presente decreto-lei estabelece o regime da cessão de créditos e da transferência de riscos para efeitos de titularização e regula a titularização tradicional e sintética, bem como a constituição e o funcionamento dos fundos de titularização de créditos, das sociedades de titularização de créditos e das sociedades gestoras daqueles fundos. 2 — O presente decreto -lei executa o Regulamento (UE) 2017/2402, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017 [Regulamento (UE) 2017/2402], que estabelece um regime geral para a titularização (titularização não STS) e cria um regime específico para a titularização simples, transparente e padronizada (titularização STS), bem como os atos delegados e atos de execução que o desenvolvem.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1999b).*

⁵³⁰ *“Artigo 2.º Incidência subjectiva 1 - São sujeitos passivos do imposto: (...) b) Entidades concedentes do crédito e da garantia ou credoras de juros, prémios, comissões e outras contraprestações; c) Instituições de crédito, sociedades financeiras ou outras entidades a elas legalmente equiparadas, residentes em território nacional, que tenham intermediado operações de crédito, de prestação de garantias ou juros, comissões e outras contraprestações devidos por residentes no mesmo território a instituições de crédito ou sociedades financeiras não residentes; d) Entidades mutuárias, beneficiárias de garantia ou devedoras de juros, comissões e outras contraprestações, no caso das operações referidas na alínea anterior, que não tenham sido intermediadas por instituições de crédito, sociedades financeiras ou outras entidades a elas legalmente equiparadas e cujo credor não exerça a actividade, em regime de livre prestação de serviços, no território português; (...) f) Entidades emitentes de letras e outros títulos de crédito, entidades editantes de cheques e livranças ou, no caso de títulos emitidos no estrangeiro, a primeira entidade que intervenha na negociação ou pagamento; (...) h) Outras entidades que intervenham em actos e contratos ou emitam ou utilizem os documentos, títulos ou papéis; (...) j) Representantes que, para o efeito, são obrigatoriamente nomeados em Portugal pelas instituições de crédito ou sociedades financeiras que, no território português, realizam operações financeiras em regime de livre prestação de serviços que não sejam intermediadas por instituições de crédito ou sociedades financeiras domiciliadas em Portugal; l) Representantes que, para o efeito, são obrigatoriamente nomeados em Portugal por quaisquer entidades que, no território português, realizem quaisquer outras operações abrangidas pela incidência do presente Código em regime de livre prestação de serviços.”. REPÚBLICA PORTUGUESA (1999a).*

⁵³¹ *“Artigo 5º - Nascimento da obrigação tributária A obrigação tributária considera-se constituída: (...) c) Nos cheques editados por instituições de crédito domiciliadas em território nacional, no momento da recepção de cada impressão; (...) e) Nas letras emitidas no estrangeiro, no momento em que forem aceites, endossadas ou apresentadas a pagamento em território nacional; f) Nas letras e livranças em branco, no momento em que possam ser preenchidas nos termos da respectiva convenção de preenchimento; g) Nas operações de crédito, no momento*

do Selo, nos termos do título 17. As Operações Financeiras e a alíquota aplicável variam por cada operação e o seu valor. Os montantes arrecadados são utilizados como receitas livres do Estado destinadas à utilização pelo Orçamento do Estado.

5.2.2 EUA

A GFC teve o seu epicentro nos EUA, com enormes consequências tanto na economia real como no orçamento público. Por conseguinte, também nesta jurisdição as alterações institucionais e materiais foram abrangentes. Tanto na sua progressão; como na sua pontual regressão (em 2018).

Nos EUA, as principais reformas regulatórias foram promulgadas principalmente através do *Dodd-Frank Act*. Este ato constitui uma peça de legislação abrangente que regulava diversos aspetos da atividade de intermediação financeira (bancária e não-bancária). Como bem resumido pela doutrina, o objetivo principal deste ato era impor requisitos de capital e impor restrições aos bancos; regular os derivados financeiros e criar infraestruturas de mercado; e, estabelecer um quadro institucional para monitorizar o risco sistémico⁵³².

A primeira principal modificação incluída no *Dodd-Frank Act* diz respeito à mudança do quadro institucional dos EUA. Até aos dias de hoje, o quadro regulamentar e de supervisão dos EUA é fragmentado. Diversas agências federais e estaduais são responsáveis pela regulação e supervisão das atividades de intermediação financeira (bancária e não-bancária).

em que forem realizadas ou, se o crédito for utilizado sob a forma de conta corrente, descoberto bancário ou qualquer outro meio em que o prazo não seja determinado nem determinável, no último dia de cada mês; h) Nas operações realizadas por ou com intermediação de instituições de crédito, sociedades financeiras ou outras entidades a elas legalmente equiparadas, no momento da cobrança dos juros, prémios, comissões e outras contraprestações, considerando-se efetivamente cobrados os juros e comissões debitados em contas correntes à ordem de quem a eles tiver direito; (...).” Idem, ibidem.

⁵³² “The ambition of the newly enacted financial regulation reform legislation (“Dodd-Frank”) is to minimize the probability of financial sector distress **by** creating regulatory and market structures for financial derivatives, empowering regulators to impose higher capital requirements and additional conduct restraints on large financial firms, and establishing systemic risk monitoring and intervention authority. The legislation’s heart concerns the resolution of failing nonbank financial firms. Its goal is to create better options than the Fed and the Treasury had during the financial crisis of 2007-2009 when they resolved failing firms such as Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG, and Citigroup. Instead of bankruptcy or bailout, Dodd-Frank offers an FDIC receivership that would amount to a controlled liquidation—a winding up of the failing firm rather than a reorganization or rescue. A major difference from bankruptcy is that the FDIC can now provide operating capital to keep the firm afloat pending liquidation in order to prevent shockwaves from a Lehman-like sudden collapse.”. GORDON, JEFFREY N.; MULLER, CHRISTOPHER (2011), Pág. 152.

Na esfera federal, os bancos são regulados e supervisionados, conforme aplicável, pelo FED⁵³³, FDIC⁵³⁴ e o OCC⁵³⁶; as atividades de negociação de valores mobiliários são

⁵³³ [12 U.S.C. 248] §248. The Board of Governors of the Federal Reserve System shall be authorized and empowered: [Examinations and reports] (a)(1) To examine at its discretion the accounts, books and affairs of each Federal reserve bank and of each member bank and to require such statements and reports as it may deem necessary. The said board shall publish once each week a statement showing the condition of each Federal reserve bank and a consolidated statement for all Federal reserve banks. Such statements shall show in detail the assets and liabilities of the Federal reserve banks, single and combined, and shall furnish full information regarding the character of the money held as reserve and the amount, nature and maturities of the paper and other investments owned or held by Federal reserve banks. (2) To require any depository institution specified in this paragraph to make, at such intervals as the Board may prescribe, such reports of its liabilities and assets as the Board may determine to be necessary or desirable to enable the Board to discharge its responsibility to monitor and control monetary and credit aggregates. Such reports shall be made (A) directly to the Board in the case of member banks and in the case of other depository institutions whose reserve requirements under section 19 of this Act exceed zero, and (B) for all other reports to the Board through the (i) Federal Deposit Insurance Corporation in the case of insured State savings associations that are insured depository institutions (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act), State nonmember banks, savings banks, and mutual savings banks, (ii) National Credit Union Administration Board in the case of insured credit unions, (iii) the Comptroller of the Currency in the case of any Federal savings association which is an insured depository institution (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act) or which is a member as defined in section 2 of the Federal Home Loan Bank Act, and (iv) such State officer or agency as the Board may designate in the case of any other type of bank, savings association, or credit union. The Board shall endeavor to avoid the imposition of unnecessary burdens on reporting institutions and the duplication of other reporting requirements. Except as otherwise required by law, any data provided to any department, agency, or instrumentality of the United States pursuant to other reporting requirements shall be made available to the Board. The Board may classify depository institutions for the purposes of this paragraph and may impose different requirements on each such class. ". ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2023b).

⁵³⁴ [12 U.S.C. 1813] §1813. Definitions. As used in this Act— (a) DEFINITIONS OF BANK AND RELATED TERMS. — (1) BANK.—The term “bank”— (A) means any national bank and State bank, and any Federal branch and insured branch; (B) includes any former savings association. (...) (c) DEFINITIONS RELATING TO DEPOSITORY INSTITUTIONS.— (1) DEPOSITORY INSTITUTION.—The term “depository institution” means any bank or savings association. (2) INSURED DEPOSITORY INSTITUTION.—The term “insured depository institution” means any bank or savings association the deposits of which are insured by the Corporation pursuant to this chapter. (...). ". Idem, ibidem.

⁵³⁵ [12 U.S.C. 1815] §1815. DEPOSIT INSURANCE. (a) APPLICATION TO CORPORATION REQUIRED. — (1) IN GENERAL.—Except as provided in paragraphs (2) and (3), any depository institution which is engaged in the business of receiving deposits other than trust funds (as defined in section 3(p)), upon application to and examination by the Corporation and approval by the Board of Directors, may become an insured depository institution. ". Idem, ibidem.

⁵³⁶ [12 U.S.C. §1] §1. Office of the Comptroller of the Currency. (a) Office of the Comptroller of the Currency established. There is established in the Department of the Treasury a bureau to be known as the "Office of the Comptroller of the Currency" which is charged with assuring the safety and soundness of, and compliance with laws and regulations, fair access to financial services, and fair treatment of customers by, the institutions and other persons subject to its jurisdiction. (b) Comptroller of the Currency (1) In general The chief officer of the Office of the Comptroller of the Currency shall be known as the Comptroller of the Currency. The Comptroller of the Currency shall perform the duties of the Comptroller of the Currency under the general direction of the Secretary of the Treasury. The Secretary of the Treasury may not delay or prevent the issuance of any rule or the promulgation of any regulation by the Comptroller of the Currency, and may not intervene in any matter or proceeding before the Comptroller of the Currency (including agency enforcement actions), unless otherwise specifically provided by law. (2) Additional authority The Comptroller of the Currency shall have the same authority with respect to functions transferred to the Comptroller of the Currency under the Enhancing Financial Institution Safety and Soundness Act of 2010 as was vested in the Director of the Office of Thrift Supervision on the transfer date, as defined in section 311 of that Act. ". Idem, ibidem.

reguladas pela SEC⁵³⁷; e o mercado de *commodities* (inclusive os derivados relacionados) pelo CFTC⁵³⁸. Nas atividades de intermediação bancária as agências estatais devem ser adicionadas à lista de entidades reguladoras e de supervisão relevantes (no entanto não serão detalhadas neste trabalho).

⁵³⁷ [15 U.S.C. 78b] §78b. *Necessity for Regulation. For the reasons hereinafter enumerated, transactions in securities as commonly conducted upon securities ex public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions and of practices and matters related thereto, including transactions by officers, directors, and principal security holders, to require appropriate reports, to remove impediments to and perfect the mechanisms of a national market system for securities and a national system for the clearance and settlement of securities transactions and the safeguarding of securities and funds related thereto, and to impose requirements necessary to make such regulation and control reasonably complete and effective, in order to protect interstate commerce, the national credit, the Federal taxing power, to protect and make more effective the national banking system and Federal Reserve System, and to insure the maintenance of fair and honest markets in such transactions: (1) Such transactions (a) are carried on in large volume by the public generally and in large part originate outside the States in which the exchanges and over-the-counter markets are located and/or are affected by means of the mails and instrumentalities of interstate commerce; (b) constitute an important part of the current of interstate commerce; (c) involve in large part the securities of issuers engaged in interstate commerce; (d) involve the use of credit, directly affect the financing of trade, industry, and transportation in interstate commerce, and directly affect and influence the volume of interstate commerce; and affect the national credit. (2) The prices established and offered in such transactions are generally disseminated and quoted throughout the United States and foreign countries and constitute a basis for determining and establishing the prices at which securities are bought and sold, the amount of certain taxes owing to the United States and to the several States by owners, buyers, and sellers of securities, and the value of collateral for bank loans. (3) Frequently the prices of securities on such exchanges and markets are susceptible to manipulation and control, and the dissemination of such prices gives rise to excessive speculation, resulting in sudden and unreasonable fluctuations in the prices of securities which (a) cause alternately unreasonable expansion and unreasonable contraction of the volume of credit available for trade, transportation, and industry in interstate commerce, (b) hinder the proper appraisal of the value of securities and thus prevent a fair calculation of taxes owing to the United States and to the several States by owners, buyers, and sellers of securities, and (c) prevent the fair valuation of collateral for bank loans and/or obstruct the effective operation of the national banking system and Federal Reserve System. (4) National emergencies, which produce widespread unemployment and the dislocation of trade, transportation, and industry, and which burden interstate commerce and adversely affect the general welfare, are precipitated, intensified, and prolonged by manipulation and sudden and unreasonable fluctuations of security prices and by excessive speculation on such exchanges and markets, and to meet such emergencies the Federal Government is put to such great expense as to burden the national credit.* ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2023c).

⁵³⁸ [7 U.S.C. §2] §2. *JURISDICTION OF COMMISSION; LIABILITY OF PRINCIPAL FOR ACT OF AGENT; COMMODITY FUTURE TRADING COMMISSION; TRANSACTION IN INTERSTATE COMMERCE. (a) JURISDICTION OF COMMISSION; COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION.— (1) JURISDICTION OF COMMISSION.— (A) IN GENERAL.—The Commission shall have exclusive jurisdiction, except to the extent otherwise provided in the Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010 (including an amendment made by that Act) and subparagraphs (C), (D), and (I) of this paragraph and subsections (c) and (f), with respect to accounts, agreements (including any transaction which is of the character of, or is commonly known to the trade as, an “option”, “privilege”, “indemnity”, “bid”, “offer”, “put”, “call”, “advance guaranty”, or “decline guaranty”), and transactions involving swaps or contracts of sale of a commodity for future delivery (including significant price discovery contracts), traded or executed on a contract market designated pursuant to section 5 or a swap execution facility pursuant to section 5h or any other board of trade, exchange, or market, and transactions subject to regulation by the Commission pursuant to section 7 of this Title. Except as hereinabove provided, nothing contained in this section shall (I) supersede or limit the jurisdiction at any time conferred on the Securities and Exchange Commission or other regulatory authorities under the laws of the United States or of any State, or (II) restrict the Securities and Exchange Commission and such other authorities from carrying out their duties and responsibilities in accordance with such laws. Nothing in this section shall supersede or limit the jurisdiction conferred on courts of the United States or any State.”.* ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2023a).

A arquitetura institucional descrita é praticamente a mesma que resultou dos eventos da Grande Depressão (como visto no capítulo 1). Antes da GFC, essas agências cumpriram o seu mandato legal com baixos níveis de coordenação entre elas. As regras que emitiam e a supervisão que executavam eram estritamente sectoriais, levando ao crescimento de riscos relacionados com a arbitragem regulatória dos intermediários financeiros (como visto no capítulo 2). As crescentes interligações entre o sector financeiro não foram percebidas pelas agências, que se limitavam a uma abordagem de "visão de túnel", e ignoravam modelos de negócio como o de *shadow banking*. Como esta fraqueza foi plenamente percebida pelas autoridades, o legislador dos EUA criou o *Financial Stability Oversight Council* ("FSOC"). O FSOC passou a ser a principal entidade de supervisão macroprudencial no quadro dos EUA⁵³⁹, e representou a mais significativa mudança institucional à arquitetura do pós-Grande Depressão. Este conselho tem o mandato específico de oferecer aos reguladores⁵⁴⁰ um fórum para o intercâmbio de informações e coordenação dos respetivos esforços de supervisão⁵⁴¹. As

⁵³⁹ "SEC. 112. COUNCIL AUTHORITY. (a) PURPOSES AND DUTIES OF THE COUNCIL.— (1) IN GENERAL.—The purposes of the Council are— (A) to identify risks to the financial stability of the United States that could arise from the material financial distress or failure, or ongoing activities, of large, interconnected bank holding companies or nonbank financial companies, or that could arise outside the financial services marketplace; (B) to promote market discipline, by eliminating expectations on the part of shareholders, creditors, and counterparties of such companies that the Government will shield them from losses in the event of failure; and (C) to respond to emerging threats to the stability of the United States financial system. (...)". ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2010).

⁵⁴⁰ "SEC. 111. FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL ESTABLISHED. (a) ESTABLISHMENT.—Effective on the date of enactment of this Act, there is established the Financial Stability Oversight Council. (b) MEMBERSHIP.—The Council shall consist of the following members: (1) VOTING MEMBERS.—The voting members, who shall each have 1 vote on the Council shall be (A) the Secretary of the Treasury, who shall serve as Chairperson of the Council; (B) the Chairman of the Board of Governors; (C) the Comptroller of the Currency; (D) the Director of the Bureau; (E) the Chairman of the Commission; (F) the Chairperson of the Corporation; (G) the Chairperson of the Commodity Futures Trading Commission; (H) the Director of the Federal Housing Finance Agency; (I) the Chairman of the National Credit Union Administration Board; and (J) an independent member appointed by the President, by and with the advice and consent of the Senate, having insurance expertise. (2) NONVOTING MEMBERS.—The nonvoting members, who shall serve in an advisory capacity as a nonvoting member of the Council, shall be— (A) the Director of the Office of Financial Research; (B) the Director of the Federal Insurance Office; (C) a State insurance commissioner, to be designated by a selection process determined by the State insurance commissioners; (D) a State banking supervisor, to be designated by a selection process determined by the State banking supervisors; and (E) a State securities commissioner (or an officer performing like functions), to be designated by a selection process determined by such State securities commissioners.". Idem, ibidem.

⁵⁴¹ "SEC. 112. COUNCIL AUTHORITY. (...) (2) DUTIES.—The Council shall, in accordance with this title— (A) collect information from member agencies, other Federal and State financial regulatory agencies, the Federal Insurance Office and, if necessary to assess risks to the United States financial system, direct the Office of Financial Research to collect information from bank holding companies and nonbank financial companies; (B) provide direction to, and request data and analyses from, the Office of Financial Research to support the work of the Council; (C) monitor the financial services marketplace in order to identify potential threats to the financial stability of the United States; (D) to monitor domestic and international financial regulatory proposals and developments, including insurance and accounting issues, and to advise Congress and make recommendations in such areas that will enhance the integrity, efficiency, competitiveness, and stability of the U.S. financial markets;

autoridades norte-americanas esperam que as ações do FSOC impeçam o crescimento dos riscos originados pelos vazios decorrentes do mandato regulatório limitado de cada agência. Espera-se que esta grande modificação institucional ajude na supervisão prudencial do sistema financeiro. Através da partilha de informação dos reguladores, o legislador norte-americano espera ter um melhor sistema de alerta precoce para prevenir riscos sistêmicos. Uma outra alteração institucional foi a designação do FDIC como a *Orderly Liquidation Authority*, a autoridade de resolução.

Uma segunda alteração diz respeito às regras de capital. Como explicado no RCAP, os EUA optaram por manter o espírito dos acordos de BASEL I, II e III: regras que seriam aplicáveis pelos Estados a intermediários bancários com atividade internacional da sua jurisdição⁵⁴². Uma decisão parcialmente distinta da UE (que tendencialmente aplica as mesmas regras de capital a todos os bancos, mas onde os bancos relevantes estão sujeitos à supervisão das autoridades europeias; e como se viu, os bancos domésticos estão sujeitos à supervisão nacional dos Estados membros), e distinta da opção na China e no Brasil. Esta decisão foi acentuada pela reforma parcial do *Dodd-Frank Act*, em 2018, que subiu o limite mínimo

(E) facilitate information sharing and coordination among the member agencies and other Federal and State agencies regarding domestic financial services policy development, rulemaking, examinations, reporting requirements, and enforcement actions; (F) recommend to the member agencies general supervisory priorities and principles reflecting the outcome of discussions among the member agencies; (G) identify gaps in regulation that could pose risks to the financial stability of the United States; (H) require supervision by the Board of Governors for nonbank financial companies that may pose risks to the financial stability of the United States in the event of their material financial distress or failure, or because of their activities pursuant to section 113; (I) make recommendations to the Board of Governors concerning the establishment of heightened prudential standards for risk-based capital, leverage, liquidity, contingent capital, resolution plans and credit exposure reports, concentration limits, enhanced public disclosures, and overall risk management for nonbank financial companies and large, interconnected bank holding companies supervised by the Board of Governors; (J) identify systemically important financial market utilities and payment, clearing, and settlement activities (as that term is defined in title VIII); (K) make recommendations to primary financial regulatory agencies to apply new or heightened standards and safeguards for financial activities or practices that could create or increase risks of significant liquidity, credit, or other problems spreading among bank holding companies, nonbank financial companies, and United States financial markets; (L) review and, as appropriate, may submit comments to the Commission and any standard-setting body with respect to an existing or proposed accounting principle, standard, or procedure; (M) provide a forum for— (i) discussion and analysis of emerging market developments and financial regulatory issues; and (ii) resolution of jurisdictional disputes among the members of the Council; and (N) annually report to and testify before Congress on— (i) the activities of the Council; (ii) significant financial market and regulatory developments, including insurance and accounting regulations and standards, along with an assessment of those developments on the stability of the financial system; (iii) potential emerging threats to the financial stability of the United States; (iv) all determinations made under section 113 or title VIII, and the basis for such determinations; (v) all recommendations made under section 119 and the result of such recommendations; and (vi) recommendations— (I) to enhance the integrity, efficiency, competitiveness, and stability of United States financial markets; (II) to promote market discipline; and (III) to maintain investor confidence.”. Idem, ibidem.

⁵⁴² “While the US has implemented a single comprehensive capital framework, different elements of the US risk-based final rule on capital apply to different banking organisations based on their size and international activity. As a general principle, the Basel standards designed for “internationally active” banks have been adopted in the US using the concept of “core banks”, which are required to adopt the advanced Basel approaches.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014d), Pág. 5.

quantitativo que obrigava os intermediários bancários a seguir as regras mais estritas de reporte aos reguladores.

Os *standards* de BASEL III, foram assim implementados pelo Congresso e por iniciativa das agências federais (regulamentos do *Chapter 12* do *Code of Federal Regulations*, *Parts* 3, 5 e 6 do OCC, *Parts* 208,217 e 225 do FED e do OCC; e *Parts* 324 e 325 do FDIC)⁵⁴³. De acordo com o relatório do BIS de 2013, sobre a implementação de BASEL III nos EUA, esta jurisdição estava em conformidade com essas regras. A exceção era a implementação da *Securitization Framework* e do *Standardized Approach for Market Risk*⁵⁴⁴. De acordo com a Figura 1, a divergência sobre o regime de securitização permanece, e a ele se acrescentam o não cumprimento do *Large Exposures Framework* e do *Equity Investment Funds Exposure*. As normas sobre *Market Risk* estão em elaboração (e, por isso, não são avaliadas).

O aumento da transparência sobre transações fora do balanço (*off-balance*)⁵⁴⁵ dos intermediários financeiros foi uma das principais conclusões decorrentes da GFC. A opacidade das demonstrações financeiras sobre a exposição a esses ativos, tornava a posição dos intermediários financeiros (especialmente os bancários) nada clara para os participantes no mercado. Na perspectiva do modelo de *shadow banking* esta questão é especialmente importante, para que as autoridades consigam ver a real exposição e riscos dos intermediários bancários a outros intermediários financeiros não bancários. Por essa ligação entre intermediários

⁵⁴³ “As a sequel to the 2007–08 global financial crisis, US regulatory agencies have undertaken several noteworthy initiatives designed to strengthen the prudential framework relating to bank capital. The agencies issued the final rule on Basel III risk-based capital in July 2013 and brought it into force on 1 January 2014. A significant number of new rules and policies have also been put in place as a result of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Given the structural features of the US banking system, including the presence of several large globally and systemically important banks, these are important steps towards ensuring financial stability.”. Idem, *ibidem*, Pág. 3

⁵⁴⁴ “Overall, the US requirements largely meet the Basel minimum standards. That said, the assessment team identified some material departures from the Basel framework as well as many other deviations that are minor in terms of materiality. Of the 13 components assessed, two are graded as materially non-compliant, namely the securitisation framework and the Standardised Approach for market risk. Four components are graded as largely compliant, and seven components as compliant. One component was not applicable to the US (see details and other assessment observations in Section 2).”. Idem, *ibidem*, Pág. 12

⁵⁴⁵ “SEC. 165. ENHANCED SUPERVISION AND PRUDENTIAL STANDARDS FOR NONBANK FINANCIAL COMPANIES SUPERVISED BY THE BOARD OF GOVERNORS AND CERTAIN BANK HOLDING COMPANIES. (...) (k) INCLUSION OF OFF-BALANCE-SHEET ACTIVITIES IN COMPUTING CAPITAL REQUIREMENTS.— (...) (3) OFF-BALANCE-SHEET ACTIVITIES DEFINED.—For purposes of this subsection, the term “off-balance-sheet activities” means an existing liability of a company that is not currently a balance sheet liability, but may become one upon the happening of some future event, including the following transactions, to the extent that they may create a liability: (A) Direct credit substitutes in which a bank substitutes its own credit for a third party, including standby letters of credit. (B) Irrevocable letters of credit that guarantee repayment of commercial paper or tax-exempt securities. (C) Risk participations in bankers’ acceptances. (D) Sale and repurchase agreements. (E) Asset sales with recourse against the seller. (F) Interest rate swaps. (G) Credit swaps. (H) Commodities contracts. (I) Forward contracts. (J) Securities contracts. (K) Such other activities or transactions as the Board of Governors may, by rule, define.”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2010).

financeiros bancários e não-bancários, o *Dodd-Frank Act* explicitamente incluiu a possibilidade de afetar certas entidades (que não sejam intermediários bancários) no perímetro regulatório do FED⁵⁴⁶. Esta decisão é tomada pela FSOC. As exposições fora do balanço foram igualmente consideradas para nossos cálculos de requisitos de capital dos intermediários bancários⁵⁴⁷.

Assim, pelos motivos acima descritos, um terceiro exemplo das alterações promovidas é a regulamentação das atividades de intermediação não-bancária. O *Title VII – Wall Street Transparency and Accountability* do *Dodd-Frank Act* tinha esse objetivo, com especial foco nos contratos de *Swap* no mercado de OTC. Estas alterações limitaram a utilização de derivativos liquidados por uma contraparte central⁵⁴⁸, e apenas para o uso de relacionado com as suas atividades (sob pena de não serem elegíveis para suporte público)⁵⁴⁹. O objetivo das novas regras é conter a criação de riscos nos instrumentos de derivativos e dar incentivos à compensação central desses instrumentos. Visando isso, o legislador norte-americano proibiu

⁵⁴⁶ “SEC. 113. AUTHORITY TO REQUIRE SUPERVISION AND REGULATION OF CERTAIN NONBANK FINANCIAL COMPANIES. (a) U.S. NONBANK FINANCIAL COMPANIES SUPERVISED BY THE BOARD OF GOVERNORS.— (1) DETERMINATION.—The Council, on a nondelegable basis and by a vote of not fewer than 2/3 of the voting members then serving, including an affirmative vote by the Chairperson, may determine that a U.S. nonbank financial company shall be supervised by the Board of Governors and shall be subject to prudential standards, in accordance with this title, if the Council determines that material financial distress at the U.S. nonbank financial company, or the nature, scope, size, scale, concentration, interconnectedness, or mix of the activities of the U.S. nonbank financial company, could pose a threat to the financial stability of the United States. (2) CONSIDERATIONS. —In making a determination under paragraph (...) (B) the extent and nature of the off-balance-sheet exposures of the company; (...)” Idem, *ibidem*.

⁵⁴⁷ “SEC. 165. ENHANCED SUPERVISION AND PRUDENTIAL STANDARDS FOR NONBANK FINANCIAL COMPANIES SUPERVISED BY THE BOARD OF GOVERNORS AND CERTAIN BANK HOLDING COMPANIES. (...) (k) INCLUSION OF OFF-BALANCE-SHEET ACTIVITIES IN COMPUTING CAPITAL REQUIREMENTS.— (1) IN GENERAL.—In the case of any bank holding company described in subsection (a) or nonbank financial company supervised by the Board of Governors, the computation of capital for purposes of meeting capital requirements shall take into account any off-balance-sheet activities of the company.” Idem, *ibidem*.

⁵⁴⁸ “SEC. 716. PROHIBITION AGAINST FEDERAL GOVERNMENT BAILOUTS OF SWAPS ENTITIES. (3) LIMITATION ON CREDIT DEFAULT SWAPS.—Acting as a swaps entity for credit default swaps, including swaps or security-based swaps referencing the credit risk of asset-backed securities as defined in section 3(a)(77) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)(77)) (as amended by this Act) shall not be considered a bank permissible activity for purposes of subsection (d)(2) unless such swaps or security based swaps are cleared by a derivatives clearing organization (as such term is defined in section 1a of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 1a)) or a clearing agency (as such term is defined in section 3 of the Securities Exchange Act (15 U.S.C. 78c)) that is registered, or exempt from registration, as a derivatives clearing organization under the Commodity Exchange Act or as a clearing agency under the Securities Exchange Act, respectively.”. Idem, *ibidem*.

⁵⁴⁹ “SEC. 716. PROHIBITION AGAINST FEDERAL GOVERNMENT BAILOUTS OF SWAPS ENTITIES. (d) ONLY BONA FIDE HEDGING AND TRADITIONAL BANK ACTIVITIES PERMITTED. —The prohibition in subsection (a) shall apply to any insured depository institution unless the insured depository institution limits its swap or security-based swap activities to: (1) Hedging and other similar risk mitigating activities directly related to the insured depository institution’s activities. (2) Acting as a swaps entity for swaps or security-based swaps involving rates or reference assets that are permissible for investment by a national bank under the paragraph designated as “Seventh.” of section 5136 of the Revised Statutes of the United States (12 U.S.C. 24), other than as described in paragraph (3).”. Idem, *ibidem*.

mesmo qualquer resgate a qualquer entidade que promova atividades de oferta de *swap*, *swap* com garantia e/ou qualquer outra atividade relacionada com a oferta de *swaps*⁵⁵⁰..

Através destas modificações, as autoridades norte-americanas esperavam aumentar a transparência deste tipo de instrumentos. Antes do GFC, a maioria dos derivados eram executados no mercado OTC (fora das infraestruturas do mercado organizado). Uma tendência existente desde a resposta de intervenção que respondeu à Grande Depressão (como visto no capítulo 1). Com a utilização de contrapartes centrais, estarão disponíveis mais informações sobre riscos e posições para os participantes no mercado. Além disso, a utilização de contrapartes centrais melhora a liquidez (fluidez) das transações entre as partes. Este resultado é conseguido através do estabelecimento de requisitos de margem e da alteração do risco de contraparte (troca o risco de contraparte para o risco de contraparte central).

Uma outra alteração importante do *Dodd-Frank Act* a este respeito, encontra-se no *Subtitle D – Improvements to the Asset-Backed Securitization Process*, do *Title IX*. A *Section 941* estabelece uma obrigação de o originador de um *asset-backed security* retenha uma percentagem (sem seguro de risco de crédito ou *hedge*) sobre o títulos emitidos. Esta é uma alteração importante, pois mais uma vez representa a ingerência legislativa nas atividades do mercado. Ainda que dependa de regulação, os standards mínimos estão estabelecidos na lei. Também neste *Title IX* são importantes as normas sobre governança dos intermediários financeiros (*Section 951 957, Sections 971 e 972*).

Em suma, e concluindo esta parte sobre as alterações aos ambientes e mercados de intermediação não-bancária, o trabalho da SEC foi extenso. De acordo com as informações de progresso disponíveis no site daquela agência, as regulamentações exigidas pelo *Dodd-Frank Act* estão praticamente implementadas⁵⁵¹.

Em quarto lugar, sobre as medidas de resolução, o *Dodd-Frank Act* estabeleceu um regime de resolução ordenada no *Title II*. O objetivo era assegurar um quadro regulatório adequado para a resolução de intermediários financeiros; especialmente, intermediários

⁵⁵⁰ “SEC. 716. PROHIBITION AGAINST FEDERAL GOVERNMENT BAILOUTS OF SWAPS ENTITIES. (a) PROHIBITION ON FEDERAL ASSISTANCE.—Notwithstanding any other provision of law (including regulations), no Federal assistance may be provided to any swaps entity with respect to any swap, security-based swap, or other activity of the swaps entity.”. Idem, ibidem.

⁵⁵¹ SECURITIES AND EXCHANGES COMMISSIONS (2023). *Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Securities and Exchange Commission Website [Consult. 29.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sec.gov/securities-topics/dodd-frank-act>>.

financeiros considerados *too big to fail*⁵⁵². Neste contexto, deve ser referida a obrigatoriedade de as instituições elaborem planos de resolução (em periodicidade decidida de acordo com a dimensão do intermediário financeiro), como forma de auxiliar preventivamente a autoridade competente: o FDIC, como esclarecido anteriormente.

O seguro de depósito nos EUA é assegurado pela FDIC, que é também responsável pela resolução das instituições depositárias. Como instituição de resolução, as competências da FDIC são bastante amplas: tem à sua disposição variados poderes, tais como a possibilidade de determinar medidas de fiança, dividir a instituição, criar veículos ativos, vender e resolver as instituições. De facto, a este respeito, não foram necessárias alterações importantes à regulamentação, uma vez que a lei aplicável já parecia incluir essas disposições. O FDIC beneficia de fundos das instituições de depósitos (principalmente os intermediários bancários), embora historicamente as suas intervenções sejam em grande parte financiadas pelo suporte do Estado.

Sobre este aspeto tão diretamente relacionado com a resolução de instituições, a utilização de suporte de *Lender of Last Resort* também foi regulado pelo *Dodd-Frank Act*. A *Section 1101* estabelece a proibição de concessão de crédito emergencial a instituições consideradas insolventes. Após a concessão de crédito de emergência, deverá ser realizada uma auditoria à decisão e condução do FED pelo OCC (*Section 1102*). As *Sections 1104, 1105 e 1106* são especialmente importantes por, inclusive, permitirem a possibilidade de criação pelo FDIC de uma estrutura de financiamento de *Emergency Financial Stabilization*.

Finalmente, sobre a reforma do sistema após a GFC, um aspeto fundamental a ser tratado sobre a regulação dos EUA é a implementação pela *Section 619* do *Dodd-Frank Act*⁵⁵³ do

⁵⁵² “The US bank resolution regime underwent significant changes with the Dodd-Frank Act of 2010. The purpose of the Dodd-Frank Act is to ensure the financial stability of the US and to end the practice of governments and central banks bailing-out too-big-to-fail financial institutions by creating rules to govern the orderly winding-up of failing banks. To this end, Section II of the Dodd-Frank Act establishes the Orderly Liquidity Authority (OLA) The OLA is operated and administered by the FDIC throughout the process of putting a bank into an orderly liquidation. The purpose of the OLA is to maintain financial stability and prevent the moral hazard caused by taxpayer funded bailouts by requiring an orderly liquidation. If the FDIC does not invoke resolution powers, the bank in question will be subject to US bankruptcy law. 6.63 The Dodd-Frank Act emphasises that for a bank that is taken into orderly liquidation its shareholders and creditors must bear the losses incurred by the bank before the taxpayer is called upon to cover its losses.” KERN, ALEXANDER (2019), Pág. 186 e 187.

⁵⁵³ “SEC. 619. PROHIBITIONS ON PROPRIETARY TRADING AND CERTAIN RELATIONSHIPS WITH HEDGE FUNDS AND PRIVATE EQUITY FUNDS. The Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 1841 et seq.) is amended by adding at the end the following: “SEC. 13. PROHIBITIONS ON PROPRIETARY TRADING AND CERTAIN RELATIONSHIPS WITH HEDGE FUNDS AND PRIVATE EQUITY FUNDS. “(a) IN GENERAL.—“(1) PROHIBITION.—Unless otherwise provided in this section, a banking entity shall not—“(A) engage in proprietary trading; or “(B) acquire or retain any equity, partnership, or other ownership interest in or sponsor a hedge fund or a private equity fund.”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2010).

princípio de separação entre atividades de intermediação financeira conhecida como *Volcker Rule*. Esta norma repunha (ainda que de forma mitigada) a divisão do *Glass-Steagal Act* entre mercados financeiros de intermediação bancária e não-bancária, descrita no capítulo 1. Ainda estando em vigor, os reguladores têm vindo a flexibilizá-la na prática⁵⁵⁴.

No que diz respeito a impostos específicos aplicáveis a entidades financeiras e/ou atividades, não existe um imposto federal específico nos EUA. O CBO⁵⁵⁵ estudou esta hipótese como instrumento para financiar o défice. A opinião manifestada parece negativa, entre outros elementos pela preocupação de que o novo imposto prejudicaria a eficiência do sector.

5.2.3 China

O GFC não afetou o sistema financeiro chinês, na mesma magnitude com que afetou os EUA e a UE. Por um lado, o sector financeiro da China continuava, à época, relativamente

⁵⁵⁴ “III. Overview of the Final Rule. Similar to the 2020 proposal, the final rule clarifies and simplifies compliance with the implementing regulations, refines the extraterritorial application of section 13 of the BHC Act, and permits additional fund activities that do not present the risks that section 13 was intended to address. The agencies received comments from a diverse set of commenters: Comments from banking entities and financial services industry trade groups were generally supportive of the 2020 proposal and recommended additional modifications, while several organizations and individuals were generally opposed to the 2020 proposal.”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2020).

⁵⁵⁵ “A disadvantage of the option is that the tax would discourage all short-term trading, not just speculation—including some transactions by well-informed traders and transactions that stabilize markets. Empirical evidence suggests that, on balance, a transaction tax could make asset prices less stable: In particular, a number of studies have concluded that higher transaction costs lead to more, rather than less, volatility in prices. (However, much of that evidence is from studies conducted before the rise of high-frequency trading programs, which now account for a significant share of trading in the stock market.) The tax could also have a number of negative effects on the economy stemming from its effects on asset prices and the frequency of trading. Traders and investors would seek to recoup the cost of trading by raising the return they require on financial assets, thereby lowering the value of those assets. However, because the tax would be small relative to the returns that investors with long-term horizons could earn, the effect on asset prices would be partly mitigated when traders and investors reduced the frequency of their trading, which would have a trade-off in terms of lowering liquidity and reducing the amount of information reflected in prices. Consequently, investment could decline (leaving aside the positive effects of higher tax revenues lowering federal borrowing and thus increasing the funds available for investment) because of the following: the increase in the cost of issuing debt and equity securities that would be subject to the tax and the potential negative effects on derivatives trading that could make it more difficult to efficiently distribute risk in the economy. The cost to the Treasury of issuing federal debt would increase (again, leaving aside the effects of deficit reduction) because of the increase in trading costs and the reduction in liquidity. Household wealth would decline with the reduction in asset prices, which would lower consumption. In addition, traders would have an incentive to reduce the tax they must pay either by developing alternative instruments not subject to the tax or by moving their trading out of the country (although offshore trades by U.S. taxpayers would be taxed). Such effects would be mitigated if other countries enacted financial transaction taxes; currently, many members of the European Union are considering implementing such a tax.”. CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2018). *Impose a Tax on Financial Transactions*. Congressional Budget Office Website [Consult. 28.02.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.cbo.gov/budget-options/2016/52287>>.

fechado e não estava exposto aos mercados internacionais⁵⁵⁶; por outro, as autoridades implementaram uma supervisão rigorosa para contenção dos riscos⁵⁵⁷. O próprio processo de abertura económica, após a adesão à OMC (iniciado em 2001) ainda estava numa fase inicial⁵⁵⁸ (e ainda que o processo de abertura económica se tenha iniciado em décadas anteriores)⁵⁵⁹. Nos mercados de intermediação não-bancária, os agentes financeiros do mercado interno são servidos pela Bolsa de Valores de Xangai e pela Bolsa de Valores de Shenzhen. A ligação chinesa aos mercados financeiros internacionais dá-se principalmente através da região administrativa especial de Hong Kong⁵⁶⁰.

⁵⁵⁶ “Among them, “other commercial banks” (many are state-owned), RCCs, and TICs hold the largest amount of assets; the size of foreign banks and mutual funds (not listed in the table) is minuscule, but these are likely to be the focus of development in the near future.”. ALLEN, FRANKLIN ; QIAN, JUN "QJ" (2014), Pág. 525.

⁵⁵⁷ “In the years prior to the 2008 financial crisis, China’s leaders had prioritised the development of a banking system that was fundamentally sound and resilient to financial risk. The favourable economic environment, both domestically and internationally, allowed the state to deliver fundamental institutional change which lifted capital adequacy to international standards, bolstered loan loss provisions and reduced the NPL rate drastically. The determination of regulators to focus on financial stability during this period was likely informed by theorists such as Minsky, who warned that ‘over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system’ (Minsky 1992, 8). Minsky suggested that in good times bankers would engage in excessive innovation and speculation that was ultimately unsustainable. After the crisis Liu Mingkan alluded to this pattern of behaviour, suggesting that ‘people in this business (the financial sector) always have short memories’, requiring banking regulators to have ‘longer memories’ in order to maintain a strong culture of regulation and mitigate the risk of moral hazard (Liu 2010b). From 2006 the CBRC implemented counter-cyclical macro-prudential policies to prevent overheating and risk contagion and increased its supervision of complex derivative-based products (CBRC 2009).”. WILLIAMS, GUY (2019), Pág. 127.

⁵⁵⁸ “The People’s Republic of China (PRC) became a Member of the WTO on December 11, 2001.2 According to the Marrakesh Agreement Establishing the World Trade Organization (WTO Agreement),3 “[e]ach Member shall ensure the conformity of its laws, regulations and administrative procedures with its obligations as provided in the annexed Agreements”.4 China also confirmed, in paragraph 68 of the Report of the Working Party on the Accession of China (Working Party Report),5 that the Chinese central government would revise or annul administrative regulations or departmental rules if they were inconsistent with China’s obligations under the WTO agreements6 and the Protocol on the Accession of the PRC (China Accession settlement mechanism of the WTO against China, and if China loses the case, Therefore, China’s laws, regulations and other rules must comply with WTO obligations. WTO Members watch China’s laws, regulations, and rules in many other ways. For example, the United States (US) is paying a good deal of attention to what commitments China has made under the WTO and whether China complies with those commitments. In October 2002, the US General Accounting Office (GAO) submitted a special report to Congressional Committees, analysing China’s WTO commitments in detail.8 At the same time, according to section 421 of the USChina Relations Act of 2000,9 the United States Trade Representative (USTR) shall report annually to the US Congress on compliance by China with its WTO commitments. To the end of 2011, the USTR had issued nine reports on China’s WTO compliance.10 Obviously, China’s laws, regulations, and rules are under the watchful eye of the WTO Members.”. WANG, WEI. (2013), Pág 1 e 2.

⁵⁵⁹ “PRC’s “closed-door” policy was replaced by a “reform and open” [gaige kaifang] policy adopted at the end of 1978.196 China’s relations with the United States were normalized on January 1, 1979.197 Also in 1979, China promulgated the Sino-Foreign Equity Joint Venture Law [Zhongwai Hezi Jingying Qiyefa] to encourage and protect foreign investment in China.”. Idem, ibidem, Pág 43.

⁵⁶⁰ Hong Kong, China’s “off-shore” money market has long represented the PRC’s financial interface with the rest of the world (Tobin, 2011). Listing on Hong Kong, China provided enterprises with a means of raising funds and bonding themselves to higher corporate governance standards (Sun and Tobin, 2009). The attractiveness of this approach is illustrated in the fact that between 1993 and 2017, some 229 PRC enterprises listed H-shares on Hong Kong, China’s stock exchange. Other state enterprises incorporated subsidiaries in Hong Kong, China and were listed as “red chips”. TOBIN, DAMIAN ; VOLZ, ULRICH (2018), Pág. 20.

Apesar de não haver urgência para reformar ou alterar a regulação do sector financeiro na China, esta foi vista como uma oportunidade de afirmação política internacional da China⁵⁶¹. Por esse motivo, as autoridades chinesas fizeram um esforço para implementar os *standards* internacionais de regulação financeira. Já a crise financeira chinesa de 2014 e 2015, decorrente do aumento do crédito provocado pelo estímulo à economia após a GFC, foi um incentivo mais relevante para a implementação de mudanças regulatórias⁵⁶². Mais recentemente, desde 2018 e até ao momento, as autoridades têm procurado continuar a melhorar o sistema de regulação e supervisão com vista a terminar a implementação dos *standards* internacionais e promover a atração dos sistema financeiro chinês a investimentos internacionais⁵⁶³.

⁵⁶¹ “Chinese regulators’ determination to guard against financial risk, almost certainly informed by Minsky’s idea of an inherently unstable capitalist economy, was in stark contrast to the culture of deregulation and unbridled financial innovation advanced by America’s politicians, regulators and bankers that was ultimately behind the GFC. The advent of the crisis both demonstrated the need for China to advance its own ideas on how to establish a more stable global financial system and provided it with a greater opportunity to do so through institutions such as the BCBS and the FSB.”. WILLIAMS, GUY (2019), Pág. 148.

⁵⁶² “The fundamental risk to China’s banking sector after the crisis was credit risk due to excessive leverage. Between 2007 and 2011, when the impact of the stimulus plan was at its height, the balance sheets of Chinese financial institutions grew by 92 per cent (Xiao Geng and Sheng 2014). While China acted quickly to mitigate the impact of the GFC, it was faced with a slowing domestic and global economy with reduced trade flows. In 2014, Xi Jinping confirmed that China would have to adapt to the ‘new normal’ of a lower economic growth rate (Bloomberg.com 2014). The new economic conditions challenged China’s model of export-led growth supported upstream by its large SOEs. Premier Li Keqiang stated at the NPC that ‘systemic, institutional and structural problems have become ‘tigers in the road’ holding up development’ (Branigan 2015). The stimulus plan directed credit to industries such as mining, energy and steel. The excess capacity created by this investment was compounded by weak global demand, leading to sustained low profitability in these sectors. Weak global demand had negatively impacted the manufacturing sector. The level of debt and consequent financial risk was greatest with respect to local governments and SOEs. The diminished ability of debtors to service debts not only represented a huge credit risk for China’s banking sector but drove further borrowing. China’s non-financial sector domestic credit to GDP ratio rose from approximately 135 per cent before the GFC to approximately 235 per cent of GDP at the end of 2016 (Chen and Joong, Shi Kang 2018). The reduction in viable commercial projects pushed lending towards areas where there was a greater dependency on collateral. Local governments relied heavily on the use of land sales to repay debt. Speculators borrowed heavily from banks to invest in China’s housing market. Real estate loans rose from RMB 3.7 trillion or 15 per cent of total loans in 2006 to 17.4 trillion or 20 per cent of total loans in 2014 (Liao Min, Sun Tao and Zhang Jinfan 2016). Construction and real estate sectors reached a combined 12 per cent of GDP by 2011 (Lu Yinqiu and Tao Sun 2013, 11). Overall credit growth has continued to exceed GDP growth, with total banking assets reaching 310 per cent of GDP by 2016 (IMF 2017b, 15). External commentators suggested that China’s debt problem could cause a global financial crisis.”. Idem, ibidem, Pág. 132.

⁵⁶³ “Creating the necessary conditions for bank failure was important not only to reduce moral hazard but also to support other market-orientated reforms such as the liberalisation of interest rates and introduction of a bankruptcy law for banking institutions. In October 2015 the last remaining controls on interest rates, namely ceilings for term deposits, were removed. This signified the completion of China’s gradual liberalisation of interest rates, a process that has stimulated banks to price risk more effectively and to pay greater importance to asset quality. According to Zeng Gang, Director of Banking Research at the Institute of Finance and Banking at CASS, the Regulations on Resolving Bankruptcy Risk of Commercial Banks, drafted by CBRC and currently under revision by lawmakers, is designed to ‘set a sound legal foundation for a bank to withdraw from the financial market at a low costs, low risks and high efficiency’ while helping to ‘prevent spillover risk among banking institutions’ (Jiang, Xueqing 2017).”. Idem, ibidem, Pág. 143.

Os intermediários bancários são regulados pela *China Banking and Insurance Regulatory Commission* e pelo PBOC. Os mercados de intermediação não-bancária são regulados pela *China Securities Regulatory Commission*.

Assim, e em primeiro lugar, as mudanças institucionais, parecem ter atravessado três fases na última década. Num primeiro momento e imediatamente após a GFC, não foram efetuadas mudanças institucionais relevantes. Os reguladores existentes eram materialmente liderados pelo PBOC, e a divisão de regulação seguia a lógica descrita no capítulo 1 (e decorrente da resposta à Grande Depressão). Na China, as autoridades não promoveram modificações estruturais ao quadro institucional existente antes da GFC. Diferentemente dos EUA e da UE, e à semelhança do Brasil, não foram criados órgãos reguladores ou de supervisão como resposta imediata à GFC.

Sem prejuízo, foram estabelecidos alguns acordos institucionais entre si, destinados a promover a melhor coordenação e o intercâmbio de informações entre os reguladores existentes. Especialmente como resposta a relatórios internacionais, que identificaram deficiências nos acordos de partilha de informações. A alteração mais importante, a este respeito, foi a criação do Comité Ministerial Misto de coordenação de regulação financeira (*Financial Regulatory Coordination Joint Ministerial Committee*). O Comité de coordenação de regulação financeira era um fórum de interação entre reguladores, sem um claro mandato. No relatório de revisão pelos pares do FSB de 2015, é tida como positiva a criação deste fórum. Nesse trabalho são reconhecidos resultados práticos da sua ação⁵⁶⁴.

No entanto, quatro anos mais tarde e num segundo momento, em 2017, as autoridades chinesas avançaram ainda mais nessa cooperação, com a criação do Comité de Estabilidade e Desenvolvimento Financeiro estabelecido junto ao *National State Council*. Nessa oportunidade foram também alargadas as competências para a supervisão de intermediários não-bancários⁵⁶⁵.

⁵⁶⁴ “Notable achievements include the elaboration of monitoring frameworks and toolkits (including stress tests) by each agency to assess systemic risk in the sectors under their respective mandates; data improvements and ongoing work to develop a shared statistical platform; and enhanced inter-agency coordination through the establishment of the Financial Regulatory Coordination Joint Ministerial Committee (JMC) by the State Council in August 2013.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2015c), Pág. 5:

⁵⁶⁵ “Following the fifth National Financial Work Conference in July 2017, President Xi announced the creation of a cabinet-level committee to coordinate financial oversight to overcome the fragmentation of financial regulation (Bloomberg, 2017). He also announced a bigger role for the PBC in managing financial market risks. The new Financial Stability and Development Committee, which is headed by the Vice Premier, was established under the State Council in November 2017. The committee’s office will be based at the PBC. Its remit is to supervise the PRC’s monetary policy and financial regulation. It will have the authority to supervise and interrogate financial regulators and local governments (SCMP, 2017a).”. TOBIN, DAMIAN ; VOLZ, ULRICH (2018), Pág. 5.

Para obter uma ação mais eficaz, em 2018 foram fundidos na *China Bank and Insurance Regulatory Commission* as duas agências temáticas existentes (sobre banca e seguros).

As mudanças acima reportadas não parecem ter sido suficientes para tratar convenientemente os riscos da fragmentação e interligação decorrentes da combinação de atividades entre intermediários bancários e não-bancários. Por isso, e finalmente num terceiro momento, as autoridades iniciaram o processo legislativo para a criação de um mecanismo formal de supervisão e estabilidade financeira (ainda em curso, e apenas com uma versão para consulta disponibilizada). Esta estrutura, se aprovada, funcionará junto ao *State Council* e depende da colaboração das agências reguladoras dos diferentes mercados. Esta nova autoridade terá a responsabilidade de monitorar o risco do sistema, decorrente dos diferentes mercados de intermediação⁵⁶⁶. Esta modificação, se aprovada como disponibilizado no *draft* de discussão, aproxima a estrutura institucional chinesa de outras jurisdições (EUA e UE, como visto).

Em segundo lugar, as autoridades chinesas implementaram as normas de BASEL III. De facto, passaram diretamente da implementação das regras de BASEL I para BASEL III, e pelos motivos políticos apontados (adequação aos padrões internacionais). Na primeira avaliação foram considerados como totalmente em conformidade, tendo incorporado integralmente ao seu ordenamento as normas disponíveis à época⁵⁶⁷. Para esse fim, a *China Banking Regulatory Commission* (entretanto fundida com o regulador de seguros) emitiu a regulação *Measures for the Administration of Capital of Commercial Banks (Trial Implementation)*, que entraram em vigor em Janeiro de 2013. Por serem normas detalhadas e que interferem materialmente no desenvolvimento da atividade de intermediação bancária,

⁵⁶⁶ “Article 5 The national Overall Planning and Coordination Mechanism for financial stability and development (the “Overall Planning and Coordination Mechanism”) is responsible for the overall planning for financial stability and reform and development, researching major policies for the prevention, resolution and disposal of systemic financial risks and maintaining financial stability, and arranging the relevant financial risk disposal work. Major issues and matters involving financial stability and reform and development shall be reported to the CPC Central Committee and the State Council for decision making The Overall Planning and Coordination Mechanism is composed of member units of the State Council including the financial management department, the development and reform department, and the finance department, and the office of the Overall Planning and Coordination Mechanism undertakes daily work. Member units of the Overall Planning and Coordination Mechanism shall perform financial risk prevention, resolution, and disposal responsibilities in accordance with the division of statutory duties, and implement the matters agreed by the Overall Planning and Coordination Mechanism.”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2022b).

⁵⁶⁷ “Basel III standards concerning the disclosure of detailed information on credit risk and securitisations. Overall, the Assessment Team determined the Chinese capital regulations to be closely aligned with the international Basel III standards. Based on the available data and information and notwithstanding the issues noted above, it assessed the capital regulatory regime to be “Compliant” overall.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2013d), Pág. 4.

aquelas regras pareciam ser congruentes com o tipo de supervisão desenvolvido pelas autoridades chinesas antes da GFC (como já descrito). Neste contexto, é também importante referir que em 2015 a *Commercial Bank Law of the People's Republic of China* foi alterada para retirar a regra que impunha um rácio entre empréstimos e depósitos de 75% (*Article 39*).

No entanto, e como referido no título próprio, as normas de BASEL III continuaram a desenvolver-se. Atualmente, e conforme a Figura 1, a China não está em conformidade com muitos aspetos da atual regulação: *Margin Requirements for non-centrally cleared derivatives, Central Counterparties, Equity Investment Fund, Securitization, Monitoring tools for intraday liquidity, e Pillar 3 Disclosure Obligations*. Com o propósito de incorporar a versão mais recente das normas, o *State Council* lançou em Fevereiro de 2023 uma consulta pública sobre as novas normas que substituição a regulação existente.

Sobre a intermediação não-bancária, em terceiro lugar, as autoridades chinesas tiveram a preocupação de assegurar o não crescimento desmedido de riscos nos mercados de intermediação financeira⁵⁶⁸. O sector financeiro chinês tem sido historicamente dominado pela intermediação financeira bancária, especialmente liderada pelos bancos públicos⁵⁶⁹. Devido à dificuldade dos intermediários bancários (inclusive dos bancos públicos) para atender às necessidades de crédito, outras atividades de intermediação financeira emergiram para atender a essa demanda⁵⁷⁰. Não se trata, sequer, de um problema recente: um sector de atividade de

⁵⁶⁸ “*The focus for China’s policymakers after the crisis was to mitigate this new financial risk and maintain the stability of the financial system. The CBRC maintained a policy of close supervision and strong regulation to address areas of high credit risk. China’s system of party governance played an important role in minimising risk by rooting out corruption and reducing the compensation and expenditure of officials. China’s banks mitigated risk by diverting capital away from certain sectors, particularly SOEs in heavy industries where overcapacity existed, to more productive areas of the economy. The state also elected not to close down or restructure the NFBI sector, instead seeking to strengthen regulation and enable the sector to safely serve the real economy. Reform measures were implemented to improve the efficiency of capital allocation, reduce moral hazard and improve the pricing of risk by banks. The appointment of Guo Shuqing as Head of CBRC in February 2017 was indicative of the party’s intention to take a more proactive approach to reducing financial risk. Guo has a deep understanding of financial risk, having previously assumed roles as Head of both CCB and CSRC, Vice Governor of PBOC and Director of SAFE.*”. WILLIAMS, GUY (2019), Pág. 126.

⁵⁶⁹ “(....) many national markets in Europe but more concentrated than in the US. A major difference with more developed financial systems, however, is the high level of state ownership and control. The five largest Chinese banks are majority-owned by the central government and there are significant government stakes in many of the other banks. Further, the government intervenes far more actively in banking decisions than in the West. Most important, the central bank explicitly sets maximum interest rates for deposits and minimum interest rates for loans, and often sets target levels for loan volumes.” ELLIOT, DOUGLAS J. ; YAN, KAI (2013), Pág. 3.

⁵⁷⁰ “The average annual growth rate of total social financing from 2002 to 2012 is 22.9%, much higher than the growth rate of M2 (18.3%) and that of the outstanding bank loans (17.0%) within the same period, indicating that the other sources of financing have been growing dramatically in the recent years. By 2012, loans in both local and foreign currency accounted for 57.9% of total social financing. Entrusted loans, trust loans, and net corporate bond financing accounted for only 8.1%, 8.1% and 14.3%, respectively, but are on an upward trend.” ALLEN, FRANKLIN ; QIAN, JUN "QJ" (2014), Pág. 519.

shadow banking tem vindo a crescer desde 2009⁵⁷¹. Igualmente, pode haver alguma confusão com o próprio conceito de *shadow banking*, já que algumas atividades são mesmo ilegais (as condutas de *shadow banking* são legais)⁵⁷². Estas serão, obviamente, condutas desconsideradas para os fins deste trabalho.

O problema está no facto de que os intermediários financeiros têm desenvolvido as suas atividades com extrema dependência da garantia implícita dos intermediários bancários (especialmente os públicos). A inovação financeira está a crescer com base nessa garantia implícita⁵⁷³. Os produtos de gestão patrimonial (*Wealth Management Products*) e lojas de penhor são exemplos de tal inovação de produtos que podem representar novos riscos para o sector financeiro chinês, e vêm sendo acompanhados pelas autoridades⁵⁷⁴. Um exemplo dessas

⁵⁷¹ “Due to the limited loan quota of the banking system and the strong demand of capital by the real economy, financing through shadow banking has been growing rapidly since 2009. (...) The high growth of credit through shadow banking is driven by the following factors. First, the bank loan quota is still restricted by the regulatory requirements. Thus, the funding demand is much higher than the supply of bank loans. In this situation, shadow banking has been growing rapidly to meet the demand of funds by the real economy.¹⁰¹ Second, due to the restrictions on real estate loans, the funding demand in real estate and for local government financing platforms cannot be satisfied. In this case, those real estate enterprises can only get funds through trust loans or other sources. Third, the growth rate of bank deposits was much lower than that of bank loans for a long period starting from 1979, except the years of 1984 to 1986, 1988, and 1997. Since 2009, the opposite situation has started to take place. This is partly due to the restricted deposit interest rate and the relatively higher required return of financial assets by Chinese households, and also partly due to the drop of trade surplus and capital inflows after 2009.¹⁰⁶ In order to meet the requirement of the ratio of loan to deposit (LTD) set by the CBRC, banks have to raise funds by issuing wealth management products.” Idem, ibidem, Pág. 518 e 519.

⁵⁷² “The lack of transparency and regulatory coverage relative to the formal banking sector has given rise to unwelcome short-term financial innovations which have led to ‘financialisation, usurious lending, Ponzi schemes, fraud and outright abuse of controls and regulations’ (Sheng and Ng 2016, xxiii). The high yields offered by China’s peer-to-peer (P2P) lending sector, for example, has resulted in loans growing ten-fold between 2013 and 2015, reaching a total of RMB 982 billion (Bloomberg.com 2016). The lack of regulatory coverage in the P2P sector has allowed lending platforms to engage in a number of criminal practices, such as illegal fundraising, misappropriation of funds and other fraudulent behaviour.” WILLIAMS, GUY (2019), Pág. 139.

⁵⁷³ “According to the IMF, ‘much of the nonbank credit provision in China, excluding bond financing, has consisted of commercial banks doing bank-like business away from their own balance sheets’ (IMF 2014, 32). This may be achieved through the sale of trust products to wealthy clients or selling shares in WMPs. This extra layer of complexity has created a lack of transparency around the risks posed by the shadow banking sector. As Sheng and Ng point out, there is no accepted measure of the quantity of NPLs in the shadow banking system (Sheng and Ng 2016). This lack of transparency has incentivised banks to shift loans off their books which are of poor quality. In doing so, banks avoid regulations on capital adequacy and are no longer required to make loan loss provisions. While the shadow banking sector assists small and medium-sized enterprises (SMEs), many loans are also made to LGFVs and real estate developers who have found it difficult to gain funding through the regular banking sector. The IMF estimates that RMB 19 trillion or around half of total shadow credit products can be categorised as high risk as they have either poor quality loans (defined as ‘nonstandard credit assets’) or equities as the underlying asset (IMF 2016b, 17–18). The responsibility of banks with respect to shadow products has not been well defined. However the expected yield of WMPs, for example, appears to be roughly the same regardless of whether an explicit guarantee exists or not (IMF 2014). This likely indicates that investors in these products believe that there is an implicit guarantee from either the partnering commercial bank or issuing financial institution, a belief supported by the past restructuring of WMPs in financial difficulty.” Idem, ibidem, Pág. 138.

⁵⁷⁴ “The CBRC has been cautious in allowing banks to engage in complex financial activities. Some examples include correlation trading (which has not been permitted so far), and a closely monitored opening into securitisation products and complex OTC derivatives.⁹ Reflective of this is the relatively small proportion of

iniciativas que impacta diretamente a atividade dos *Wealth Management Products* foi a emissão da *Yinfa No. 106 [2018]*, *Guiding Opinions of PBC, CBIRC, CSRC, and SAFE on Regulating the Asset Management Business of Financial Institutions*. Esta norma cria regras de separação claras, diferenciando a instituição financeira do veículo de gestão de ativos⁵⁷⁵. Mas vai além, e estabelece a proibição de resgate pela instituição financeira que promove o veículo de gestão de ativos⁵⁷⁶. Ainda assim, e apesar das proibições expressas, a ideia de que existe uma garantia implícita é fundamental nas preocupações expressas na análise do FMI (no relatório do FSAP sobre a China referido neste trabalho).

Ainda sobre este tópico, um outro exemplo de inovação ainda recente (do ano de 2022) é a primeira lei chinesa sobre futuros e derivativos. Entre outras providências, estabelece a criação de um sistema de controlo e disposição de riscos para evitar especulação excessiva e risco sistémico (*Article 5*); cria a obrigação de negociação de contratos de futuros em locais próprios (*Article 11*), estabelece obrigações de margem e limites a posições para a negociação de futuros (*Article 22 e 23*); criação de um *trading report* para derivativos (*Article 36*).

Em suma, o que se vê é a mesma tendência pela regulação e supervisão diretas sobre as atividades de intermediação não-bancária na China.

trading in financial activities, with an average market risk RWA of less than 1% of total RWA. The securitisation markets are small and at a pilot stage. At the end of 2012, the volume of outstanding asset-backed securities was less than CNY 20 billion. In recent years, a market for wealth management products (WMPs) has developed. These products offer retail customers an alternative to traditional bank deposits and have seen strong growth, in part due to the existing caps on bank deposit rates. Banks offer WMPs directly but also indirectly through trust companies. In spring 2013, the CBRC issued new regulations for banks with regard to the prudential treatment of WMPs. The Assessment Team discussed the nature and structure of WMPs and the possible economic similarity to securitisations. According to the CBRC, there is no tranching of credit risk and banks do not provide liquidity facilities to WMPs and therefore WMPs are not classified as securitisations.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2013d), Pág. 7.

⁵⁷⁵ “XIII . A financial institution whose principal business does not include asset management business shall establish an asset management subsidiary with independent status of legal person to conduct asset management business and enhance risk corporate risk segregation or, if without good conditions for the time being, may establish a special asset management business department to conduct the business. A financial institution shall not provide any undertaking of direct or indirect, or visible or invisible security, repurchase, or otherwise bearing risks on behalf for non-standard debt assets or equity assets invested in by an asset management product. A financial institution shall, in asset management business, ensure the separation of asset management business from other business, of asset management products from the financial products it sells by procuration, of asset management products from each other, and of operations in asset management business from the operations in other business. ”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2018).

⁵⁷⁶ “Asset management business is the off-balance-sheet business of financial institutions, and no financial institution transacting asset management business shall undertake to guarantee principal and returns. In the case of any difficulty in repayment, no financial institution may pay out by bailout in any form. A financial institution may not conduct on-balance-sheet asset management business. ”. Idem, ibidem.

Em quarto lugar, uma reforma importante foi a criação de um fundo de garantia de depósitos⁵⁷⁷, em 2015. Esta inovação está relacionada com a abertura de capital dos bancos a detentores de participações privadas e à liberalização do mercado, já acima referida. Pretende-se, assim, dar transparência ao suporte do Estado para garantia de depósitos, substituindo-se a garantia implícita anteriormente presumida.

Por isso, os intermediários bancários devem comprar proteção ao prestador de seguro de depósito⁵⁷⁸. Essa instituição é criada para gerir os fundos do esquema de garantia de depósitos, pagar os depositantes e sendo o fiduciário para a gestão segura dos recursos do fundo⁵⁷⁹. Os depósitos seguros estão, em princípio, limitados a RMB 500.000,00, mas este montante pode ser alargado tendo em conta as circunstâncias.⁵⁸⁰ O montante de contribuição de cada intermediário bancário é determinado pelo seu perfil de risco⁵⁸¹.

⁵⁷⁷ “The state implemented further reforms with the goal of reducing moral hazard and improving the efficiency of capital allocation. The overall vision for these reforms came from the 3rd Plenum of the 18th Party Congress, which stressed that the market had a ‘decisive function’ in the allocation of resources (CCP 2013). In May 2016, the State Council introduced a deposit insurance scheme which covered all deposit-taking financial institutions. The scheme protects deposits up to a maximum value of RMB 500,000, enough to cover the savings of 99.63 per cent of China’s depositors (HKMB 2015a). Chinese officials viewed the deposit insurance scheme as part of a ‘market-based framework to prevent moral hazard’ as it defines the parameters through which deposits are protected in the case of bank failure (IMF 2016a, 26). The state’s intention to maintain a harder budget constraint in the financial sector was further demonstrated by the advent of defaults in the mainland corporate bond sector from 2014, notably affecting the so-called ‘zombie’ SOEs.” WILLIAMS, GUY (2019), Pág. 143.

⁵⁷⁸ “Article 2 Commercial banks, rural cooperative banks, rural credit cooperatives, and other deposit-taking banking financial institutions formed within the territory of the People’s Republic of China (hereinafter collectively referred to as “institutional policyholders”) shall buy deposit insurance under this Regulation. Institutional policyholders’ branch offices outside the territory of the People’s Republic of China and foreign banks’ branch offices within the territory of the People’s Republic of China shall not be governed by the preceding paragraph, unless there are other arrangements between the People’s Republic of China and the country or region concerned regarding the deposit insurance system. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2014).

⁵⁷⁹ “Article 3 For the purpose of this Regulation, the term “deposit insurance” means the system under which institutional policyholders pay insurance premiums to the deposit insurance fund management institution, forming a deposit insurance fund, and the deposit insurance fund management institution pays the insured deposits to depositors and take necessary measures to maintain the safety of deposits and the deposit insurance fund.” Idem, ibidem.

⁵⁸⁰ “Article 5 Deposit insurance has a coverage limit, and the maximum amount of coverage is 500,000 yuan. The People’s Bank of China (“PBC”) may, together with relevant departments under the State Council, adjust the maximum amount of coverage in view of factors such as economic situation, changes in the deposit structure, and financial risk status, but shall submit it to the State Council for approval before publication and implementation. (...).” Idem, ibidem.

⁵⁸¹ “Article 9 The insurance rates of deposits are comprised of standard rates and risk-based differential rates. The standard rates shall be determined and adjusted by the deposit insurance fund management institution on the basis of factors such as economic and financial situation, deposit structure, and accumulation of the deposit insurance fund and shall be submitted to the State Council for approval before implementation. The insurance rates applicable to each institutional policyholder shall be determined by the deposit insurance fund management institution on the basis of factors such as the operation and management situation and risk status of each institutional policyholder.” Idem, ibidem.

Esta estrutura inclui os poderes mais comuns disponibilizados a este tipo de instituições⁵⁸². A entidade tem poderes preventivos para investigar os intermediários bancários segurados⁵⁸³ e emitir advertências ao mercado (se encontrar uma incompatibilidade nos requisitos de capital de qualquer instituição beneficiária)⁵⁸⁴. Os intermediários contribuintes deverão implementar medidas internas para, perante eventos que afetem o seu balanço, parar a deterioração do seu balanço (ex. realizando contribuições de capital)⁵⁸⁵. Ao detetar problemas de solvência, a autoridade de gestão do fundo pode sugerir ao regulador competente que inicie as medidas aplicáveis à reestruturação ou liquidação de entidades em dificuldades⁵⁸⁶, tais como poderes para garantir depósitos, poderes para outorgar assistência financeira, poderes para emitir garantias em benefício do intermediário bancário, dividir a instituição e criar veículos de ativos para facilitar a sua transmissão a outro intermediário⁵⁸⁷. Os depositantes podem pedir a

⁵⁸² “Article 7 The deposit insurance fund management institution shall perform the following duties: (1) Developing and publishing rules relating to its performance of duties. (2) Developing and adjusting deposit insurance rates and submitting them to the State Council for approval. (3) Determining the insurance rates applicable to each institutional policyholder. (4) Collecting insurance premiums. (5) Managing and using the deposit insurance fund. (6) Taking early corrective actions and risk disposal measures under this Regulation. (7) Paying the insured deposits of depositors in time within the limit set by this Regulation. (8) Other duties approved by the State Council.”. Idem, *ibidem*.

⁵⁸³ “Article 13 Upon discovering any of the following circumstances in the course of performing duties, the deposit insurance fund management institution may conduct an inspection: (1) Where any change in the risk status of an institutional policyholder is likely to result in the necessity to adjust the insurance rates against it, inspecting relevant matters concerned in the calculation of insurance rates. (2) Where the premium base of an institutional policyholder is likely to be doubtful, inspecting the size, structure, and veracity of its deposits. (3) Inspecting the veracity of the information and materials filed by an institutional policyholder. If any major problem is discovered in the course of inspection, the deposit insurance fund management institution shall report it to the banking regulatory authority.”. Idem, *ibidem*.

⁵⁸⁴ “Article 15 When discovering that an institutional policyholder is undercapitalized or under any other circumstance that endangers the safety of deposits and the deposit insurance fund, the deposit insurance fund management institution may issue a risk alert to it.”. Idem, *ibidem*.

⁵⁸⁵ “Article 16 Where the capital adequacy ratio of an institutional policyholder drops sharply due to reasons such as a major asset loss, which seriously endangers the safety of deposits and the deposit insurance fund, the institutional policyholder shall timely take measures such as replenishing capital, controlling asset growth, controlling credit granting in major transactions, and reducing leverage ratio according to the requirements of the deposit insurance fund management institution, the PBC and the banking regulatory authority. Where an institutional policyholder is under the circumstance mentioned in the preceding paragraph and fails to improve within the time limit given by the deposit insurance fund management institution, the deposit insurance fund management institution may raise the insurance rates against it.”. Idem, *ibidem*.

⁵⁸⁶ “Article 17 Upon discovering that an institutional policyholder is under the circumstance mentioned in Article 38 or 39 of the Banking Supervision Law of the People's Republic of China, the deposit insurance fund management institution may suggest the banking regulatory authority that it may take corresponding measures according to the law.”. Idem, *ibidem*.

⁵⁸⁷ “Article 18 The deposit insurance fund management institution may use the deposit insurance fund by the following methods to protect the interests of depositors: (1) Directly paying insured deposits within the limit set by this Regulation. (2) Engaging other qualified institutional policyholders to pay insured deposits for it within the limit set by this Regulation. (3) Providing guarantee, loss sharing or financial support for other qualified institutional policyholders to facilitate their acquisition or assumption of all or part of the businesses, assets, and liabilities of institutional policyholders to be taken over or cancelled or applying for bankruptcy. The deposit insurance fund management institution shall follow the cost minimization principle for use of the fund when making

assistência do fundo se estiver em curso uma intervenção ou liquidação de intermediário financeiro coberto, ou se o tribunal declarar a falência de um intermediário financeiro coberto⁵⁸⁸.

Em relação às jurisdições já estudadas, parece haver uma diferença material de poderes e tratamento deste tipo de suporte, especialmente em respeito aos poderes de resolução. Sendo este arcabouço mais detalhado e desenvolvido na UE e nos EUA. Na china a liquidação de instituições é disposta pela *Enterprise Bankruptcy Law*, de 2006. Esta norma prevê especificamente um artigo que regula a participação das entidades reguladoras de atividades financeiras para defender interesses relacionados com a estabilidade financeira⁵⁸⁹. No caso dos intermediários bancários, o regime de supervisão e intervenção do regulador está previsto nos artigos 32 a 42 da *Banking Supervision Law of China*; e prevê, também, a possibilidade de intervenção (*Article 38*)⁵⁹⁰ e cancelamento ou liquidação (*Article 40*)⁵⁹¹. Estas normas são,

the deposit insurance fund use plan and selecting one of the methods mentioned in the preceding paragraph.”. Idem, ibidem.

⁵⁸⁸ “Article 19 Under any of the following circumstances, a depositor shall have the right to request the deposit insurance fund management institution to, within the limit set by this Regulation, use the deposit insurance fund to pay the depositor’s insured deposits: (1) The deposit insurance fund management institution serves as the organization to take over institutional policyholders. (2) The deposit insurance fund management institution conducts liquidation of canceled institutional policyholders. (3) The people’s court decides on and accepts the bankruptcy applications of institutional policyholders. (4) Other circumstances approved by the State Council. The deposit insurance fund management institution shall, under this Regulation, fully pay deposits within seven working days as of the day when the circumstance mentioned in the preceding paragraph occurs.”. Idem, ibidem.

⁵⁸⁹ “Article 134 Where a commercial bank, securities company, insurance company or any other financial institution is under the circumstances as specified in Article 2 of this Law, the financial regulatory authority under the State Council may lodge an application with the people’s court for reorganization or bankruptcy liquidation of the financial institution. Where the financial regulatory authority under the State Council adopts, according to law, such measures as take-over and trusteeship with respect to a financial institution that operates at grave risks, it may apply with the people’s court for suspending the proceedings for civil action or execution, wherein the said financial institution is the defendant or the party against whom a judgment or order is being executed. Where a financial institution goes into bankruptcy, the State Council may, according to the provisions of this Law and other laws, formulate the measures for effecting bankruptcy.”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2007b).

⁵⁹⁰ “Article 38 Where a banking financial institution has already had or may have a credit crisis, which seriously impairs the legitimate rights and interests of the depositors and other clients, the banking supervision institution of the State Council may take over the banking financial institution or urge it to restructure. The taking over and restructure shall be implemented in accordance with the relevant laws and the regulations of the State Council.”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2003b).

⁵⁹¹ “Article 40 Where a banking financial institution is taken over, restructured or canceled, the banking supervision institution of the State Council shall be empowered to demand the directors, the senior managerial personnel and other functionaries to perform their duties according to the requirements of the banking supervision institution of the State Council. During the course of taking over, restructure or cancellation liquidation, the following measures may be taken against the direct liable directors, senior managerial personnel and other direct liable persons upon approval of the person-in-charge of the banking supervision institution of the State Council 1) If the direct liable directors, senior managerial personnel and other direct liable persons exit China, and the interests of the state will suffer a serious loss, the exit administrative organs shall be given a notice prohibiting them from exiting China in accordance with the law; (2) It shall request the judicial organ to prohibit the banking financial institution from moving, transferring its properties or setting other rights to its properties.”. Idem, ibidem.

finalmente, complementadas pelas *Regulations on Closure of Financial Institutions*, que confere ao PBOC a liderança da resolução (*Articles 2 e 3*).

Neste contexto, surge a iniciativa da já referida Lei de Estabilidade Financeira: ainda que esteja numa fase inicial e de discussão, ela prevê que a autoridade criada terá poderes de intervenção e resolução de intermediários financeiros (*Article 3, 20 e 23*). As soluções de resolução previstas nos *Article 31 e 36* parecem ser convergentes com a prática internacional e as soluções implementadas em parte das jurisdições estudadas (UE e EUA).

Outro aspeto desta norma é coresponsabilizar os atores relevantes (acionistas, administração, etc.) através do estabelecimento de medidas de governança interna (*Article 11*). Também, por vincular a resolução à punição dos comportamentos de “*financial corruption*” (*Article 8*).

Finalmente, um aspeto fundamental é o *Article 29*, que prevê a criação de um fundo (“*Financial Stability Guarantee Fund*”), financiado pelos participantes no mercado de intermediação financeira, que poderá ser utilizado para medidas de estabilização do sistema⁵⁹².

Na china existe uma diferenciação clara entre as atividades dos intermediários bancários e não-bancários (a versão chinesa da *Volcker Rule*)⁵⁹³. Como nas demais jurisdições estudadas, também na China alguma exceções são legalmente reconhecidas⁵⁹⁴.

⁵⁹² “*Article 29 The state establishes a financial stability guarantee fund, which is under the overall management of the Overall Planning and Coordination Mechanism as a reserve fund for disposing of financial risks. If financial risks seriously endanger financial stability, the financial stability guarantee fund may be used in accordance with regulations. The financial stability guarantee fund consists of funds raised from financial institutions, financial infrastructure operators, and other entities, and other funds specified by the State Council. Subject to the decision of the State Council, the sub loan from the People's Bank of China may be used to provide liquidity support for the financial stability guarantee fund, and the financial stability guarantee fund shall repay the sub loan with disposal proceeds, income and industry charges. Where the financial stability guarantee fund provides loans, the borrower shall take measures such as providing qualified collateral to ensure the repayment of loans. The specific measures for the raising, management, use and supervision of the financial stability guarantee fund shall be stipulated by the State Council.*”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2022b).

⁵⁹³ “*Article 43 No commercial banks may, within the territory of the People's Republic of China, engage in trust investment or securities business, or invest in immovable property which is not for private use, in non-banking financial institutions or in enterprises, except where otherwise provided for in the regulations of the State.*”. REPÚBLICA POPULAR DA CHINA (2003c).

⁵⁹⁴ “*China has employed a pragmatic approach to its segregation of financial sectors. By international standards China's regulation of cross-sector activities is strict in order to reduce financial contagion. Commercial banks have been prohibited from engaging in trust, security or insurance business according to the 1995 PRC Commercial Bank Law (Loechel and Li 2009). In 2009 CBRC Head Liu Mingkang stated, 'we don't discuss universal banking' (Alreddy 2009). However parent companies of shareholding banks CITIC Group, China Everbright Group and China Merchants Group have been permitted to retain their status as financial conglomerates despite the passing of this law. Subsequently, large state-owned banks have entered the insurance and securities sectors through Hong Kong subsidiaries and in 2004 these exceptions were formally recognised through an amendment to the Commercial Bank Law. In 2011, the CBRC reported that pilot programs had been launched for commercial banks investing in other financial sectors according to a best practice operating model and strict performance requirements (CBRC 2011). WILLIAMS, GUY (2019), Pág. 19.*

De referir que, também nesta jurisdição, não existe um imposto sobre transações financeiras. No entanto, como acontece em outras jurisdições estudadas (Portugal), é aplicável um imposto de selo sobre algumas transações financeiras. Por exemplo, os financiamentos, mas estando excluídos os empréstimos interbancários⁵⁹⁵.

5.2.4 Brasil

O Brasil não foi um país severamente afetado pelo GFC. Algumas das características do mercado brasileiro (sector bancário concentrado e um mercado de intermediação não-bancária ainda pouco desenvolvido) e a sua recente experiência de hiperinflação (de 1989 a 1994, quando o Plano Real foi implementado) orientaram a ação das autoridades e não permitiram que algumas das condições externas do mercado crescessem no Brasil⁵⁹⁶.

Essas características históricas e o papel centralizador que o banco central desempenha explicam porque, em primeiro lugar, as modificações institucionais não foram relevantes. O Brasil continuou a observar a divisão institucional descrita no capítulo 1, onde a intermediação bancária é regulada e supervisionada pelo banco central, e a intermediação não-bancária é assegurada pela CVM. Num mercado com muita concentração bancária e altamente dependente da intermediação bancária⁵⁹⁷, não é estranho que essa modificação não tenha sido implementada.

⁵⁹⁵ DELLOITTE CHINA (2021). *Tax Analysis. Stamp Tax Law Adopted*. Deloitte China Website [Consult. 21.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/tax/ta-2021/deloitte-cn-tax-tap3422021-en-210616.pdf>>

⁵⁹⁶ “A crise se transmitiu para o país através de múltiplos canais, inúmeros dos quais inesperados, e as autoridades tiveram de atuar intensamente em diversas dimensões, não apenas através do BCB, mas também, e de forma importante, pelas ações de outros bancos federais e do Fundo Garantidor de Créditos. No primeiro momento, de forma curiosa, o crescimento do balanço conjunto dos bancos federalism incluindo o BCB, parece sugerir inclusive uma versão local do afrouxamento quantitativo do observado no hemisfério Norte, embora em dimensões bem menores e sobretudo sem envolver nada parecido com o que se passou com os juros americanados. O desembaraço das autoridades brasileiras, em especial no BCB, ao lidar com os aspectos mais complexos das dificuldades bancárias e financeiras foi notável, concorrendo para tanto a diversidade de instrumentos, certa tradição de ativismo, a memória de crises e sobressaltos bancários anteriores, incluídas as urgências resolvidas pelo PROER, parece sugerir.”. FRANCO, GUSTAVO H.B. (2018).

⁵⁹⁷ “1. The financial system is large and dominated by banks and investment funds. While the financial system has grown to nearly 200 percent of GDP its structure has not changed significantly since the last FSAP (Table 2, Figure 1). The banking sector, controlled by three private and three public banks, still accounts for about half of the financial system’s assets. Investment funds make up some 30 percent of total financial sector’s assets. Pension funds and the insurance sector account for 13 and 8 percent of total assets, respectively. Shadow banking, narrowly defined as comprising only the investment funds that perform credit, maturity, and liquidity transformation, is very small. Financial conglomerates—headed by a commercial bank and typically including investment banking, securities brokerage, asset management, and insurance subsidiaries—control around 85 percent of the system’s assets. Since the last FSAP, the presence of the public sector as a share of total assets of

O papel da CMN⁵⁹⁸ e do BCB⁵⁹⁹ não foi profundamente alterado imediatamente após a GFC. Pelas leis aplicáveis naquele momento, o mandato destas entidades já incluía preocupações de risco sistêmico (juntamente com a regulamentação das atividades bancárias no caso do BCB). Mais recentemente, e num outro contexto político (que não a resposta às consequências da GFC), a divisão de poderes entre estes dois órgãos alterou-se. Com o objetivo de aumentar a independência do BCB, a Lei Complementar nº 189, de 24 de fevereiro de 2021 clarificou o papel destes dois órgãos na execução da política monetária. Assim, determinou que o CMN define as metas de política monetária⁶⁰⁰ (em abstrato), cabendo ao BCB⁶⁰¹ executar as operações de política monetária conducentes a essas metas. As normas acerca da supervisão e regulação permaneceram similares.

No entanto, foram incorporadas algumas alterações relevantes no papel da CVM. O mercado de intermediação não-bancária é regulado e supervisionado pelo CMN e pela CVM⁶⁰².

financial conglomerates has remained the same (about 40 percent of total banking sector's assets).". FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2018c), Pág. 8.

⁵⁹⁸ “Art. 4º *Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: (...) VIII - Regular a constituição, funcionamento e fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas a esta lei, bem como a aplicação das penalidades previstas; XII - Expedir normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras; (...) XIII - Delimitar, com periodicidade não inferior a dois anos o capital mínimo das instituições financeiras privadas, levando em conta sua natureza, bem como a localização de suas sedes e agências ou filiais; (...).*”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (1964).

⁵⁹⁹ “Art. 10. *Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: (...) IX - Exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas; X - Conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam: a) funcionar no País; b) instalar ou transferir suas sedes, ou dependências, inclusive no exterior; c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas; d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações Debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários; e) ter prorrogados os prazos concedidos para funcionamento. f) alterar seus estatutos. g) alienar ou, por qualquer outra forma, transferir o seu controle acionário. XI - Estabelecer condições para a posse e para o exercício de quaisquer cargos de administração de instituições financeiras privadas, assim como para o exercício de quaisquer funções em órgãos consultivos, fiscais e semelhantes, segundo normas que forem expedidas pelo Conselho Monetário Nacional; (...).*”. Idem, ibidem.

⁶⁰⁰ “Art. 2º *As metas de política monetária serão estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas.*”. Idem, ibidem.

⁶⁰¹ “Art. 10. *Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: (...) V - realizar operações de redesconto e empréstimo com instituições financeiras públicas e privadas, consoante remuneração, limites, prazos, garantias, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada; XII - efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada, sem prejuízo do disposto no art. 39 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000; (...) XV - efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada.*”. Idem, ibidem.

⁶⁰² “Art. 4º *O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do*

Apesar de não ter havido uma alteração legislativa a esse propósito, esta agência implementou alterações internas para adaptar as suas obrigações à nova exigência. Como descrito na fundamentação de memorando de 2013, estas alterações ao seu perímetro de supervisão são uma consequência direta dos já mencionados “*Objectives and Principles of Securities Regulation*”, elaborados pela IOSCO. Assim, a CVM incorporou o dever de supervisão sistêmica dos riscos nos mercados de valores mobiliários e adquiriu uma competência regulatória alargada. Na sua supervisão a CVM tem agora de incluir preocupações sistêmicas e prudenciais à sua análise⁶⁰³.

Não quer dizer, no entanto, que as autoridades não tenham feito novos arranjos para melhorar a comunicação entre reguladores. Assim, no que diz respeito às disposições institucionais, é relevante mencionar a criação de algumas comissões mistas que pretendiam melhorar os canais de comunicação. O mais importante foi criado em 2006, o COREMEC. Este comitê funciona sob o ministério da economia, e no pós-GFC estabeleceu a subcomissão para a estabilidade e monitorização do Sistema Financeiro Nacional⁶⁰⁴ (criada através da Decisão COREMEC nº 12 de 30 de agosto de 2010). Reformulado pelo Decreto nº 10.465, de 18 de

mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; (...).”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (1976).

⁶⁰³ “Assim, o princípio 6 destaca a dimensão sistêmica também das atividades de regulação do mercado de valores mobiliários, estando em consonância com a atual preocupação com a dimensão “macroprudencial” das atividades de regulação ao prescrever a adoção, pelos reguladores, de processos que, ainda que adequados aos seus mandatos, permitam o monitoramento, o gerenciamento e a mitigação do risco sistêmico. Vale destacar que risco sistêmico, aqui, é entendido não apenas como a possibilidade de ocorrência de eventos catastróficos, mas também, de maneira mais ampla do que o usual, como qualquer situação que acabe por, ainda que gradualmente, erodir a credibilidade do mercado. Já o princípio 7 destaca que os reguladores devem, permanentemente, reavaliar o chamado “perímetro regulatório”, ou seja, todas aquelas atividades que, em razão de processos de inovação, surgem (ou acabam por ficar) à margem de suas competências formalmente estabelecidas. Como se viu recentemente, muitos dos riscos que afetam o mercado surgem de atividades ou de produtos não regulados ou regulados de maneira insuficiente ou inadequada. É importante, assim, estar continuamente alerta para novos produtos, modelos de negócios ou mesmo formas de organização dos participantes do mercado. (...) A CVM respondeu às demandas referidas nos itens 1.1 e 1.2 acima por meio da criação de diferentes órgãos internos. Na sequência, serão brevemente referidas essas iniciativas, com a sugestão de algumas alterações. Será também proposta a criação de um terceiro órgão, para lidar com os riscos referidos no item 1.3.”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2013h).

⁶⁰⁴ “Art. 1º O Subcomitê de Monitoramento da Estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (Sumef), instituído no âmbito do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), na forma dos incisos I, III e IV do art. 3º do Decreto nº 5.685, de 25 de janeiro de 2006, e do inciso VII do art. 10 do seu Regimento Interno, tem por finalidade: I - manter o Coremec informado sobre a evolução dos mercados e as suas interconexões, principalmente no que se refere às relações entre os seus agentes e os papéis por eles desempenhados, apontando os riscos para o Sistema Financeiro Nacional (SFN); e II - sinalizar situações que, em razão da integração dos mercados e de outras sobreposições, possam comprometer a estabilidade do SFN e em que seja necessária a atuação conjunta, ou ao menos coordenada, das entidades que compõem o Coremec.” REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2010).

Agosto de 2020, parecem ter permanecido intatas as competências de coordenação, troca de informações e supervisão conjunta (Artigo 2º).

Em suma, o Brasil mantém em 2023 praticamente a mesma organização institucional que tinha antes da GFC. Na sua arquitetura institucional, o Brasil difere da UE e dos EUA (e da China se, no futuro, a Lei de Estabilidade Financeira for aprovada nos termos do *draft* para comentários que foi analisado). No entanto, e como destacado no FSAP de 2018, é opinião do FMI que o Brasil beneficiaria da criação desse órgão de supervisão integrada entre os sectores de intermediação financeira e não-financeira⁶⁰⁵.

Assim sendo, e em segundo lugar, as principais alterações as principais alterações não foram institucionais, mas sim sobre a regulamentação material das atividades de intermediação. No primeiro RCAP o Brasil já foi considerado em conformidade com as normas de BASEL III; tendo implementando, apenas e para todas as instituições financeiras, o *standardized approach* (a versão simplificada, e sem consideração dos modelos internos dos intermediários bancários)⁶⁰⁶. Atualmente, como demonstrado na Figura 1, o Brasil continua a estar em total conformidade com as normas de BASEL III, com a exceção do regime de *Disclosure of TLAC* (*Total Loss-Absorbing Capacity*).

No entanto, e diferentemente da experiência nas demais jurisdições, onde as alterações foram introduzidas por instrumentos do poder legislativo (ainda que, em todos os casos, as normas tenham sido posteriormente detalhadas na regulação das agências) a implementação das reformas no Brasil foi feita pela via infralegal.

⁶⁰⁵ “31. *Creating a Financial Stability Committee would fill a key gap in the institutional framework. To clarify responsibilities and ensure adequate coordination across agencies, the authorities should establish a high-level committee comprising all relevant agencies (BCB, MoF, CVM, SUSEP, Previc, and FGC once it is transformed into a public agency), with an explicit mandate for macroprudential policy. This committee should have the power to issue macroprudential policy recommendations, with a comply-or-explain requirement. Given its strong expertise in systemic risk assessment, the BCB should have an important role in the committee, and the division of labor with COREMEC should be clearly defined.*”. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2018c), Pág. 23

⁶⁰⁶ “Basel implementation in Brazil has focused on the standardised approaches to credit, market and operational risk. This is now changing as the BCB has implemented regulations to permit the use of banks’ own internal models for calculating regulatory capital. First, regulations for VaR models were established from 2009. One bank – Bradesco – received BCB’s approval in 2012 to use its own VaR model for calculating its market risk capital requirements. The BCB issued final regulations allowing banks to apply for the use of internal ratings-based (IRB) models for credit risk from December 2012. Final regulations for the advanced measurement approach (AMA) for operational risk were issued alongside the Basel III regulations in March 2013 and allow banks to apply to adopt AMA from 1 October 2013. Amendments to further strengthen the regulations were published on 31 October 2013 including new regulations covering market risk valuation and Pillar 3 disclosure requirements. A number of banks are developing models to adopt VaR, IRB and AMA, but remain at relatively early stages of planning and model development.”. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2013e), Pág. 7.

Assim, no sector bancário, as normas e orientações do BASEL III foram implementadas pela Resolução nº 4.019 da CMN, 29 de setembro de 2011, sobre medidas prudenciais e preventivas para assegurar a solidez, estabilidade e o funcionamento regular do Sistema Financeiro Nacional; a Resolução nº 4.557, 23 de fevereiro de 2017, sobre gestão e estrutura de risco; Resolução nº 4.192, 1 de março de 2013, sobre a metodologia de cálculo dos Fundos Próprios (revogado posteriormente pela Resolução CMN nº 4.955, de 21 de outubro de 202, sobre a metodologia para apuração do PR).; a Resolução nº 4.193, 1 de março de 2013, sobre o cálculo de capital de base *tier 1* e nível 1(revogado posteriormente pela Resolução CMN nº 4.958, de 21 de outubro de 2021); a Resolução nº 4.277, 31 de outubro de 2013, sobre normas mínimas e ajustamentos prudenciais da avaliação dos instrumentos financeiros; a Resolução nº 4.401, 27 de fevereiro de 2015, sobre o Rácio de Liquidez de Curto Prazo; e a Resolução nº 4.615, 30 de novembro de 2017, sobre a Relação de Alavancagem; e a Resolução 4.616, de 30 de novembro de 2017. Estas resoluções, quando necessário, foram mais pormenorizadas pelos regulamentos do BCB (as Circulares).

Seguindo a abordagem de outras jurisdições (por exemplo, os EUA), também o Brasil diferencia a medida da regulação e supervisão de acordo com a dimensão do intermediário bancário (Resolução CMN nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017 Estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial).

Em terceiro lugar, sobre a intervenção nos mercados de intermediação não-bancária, ela já acontecia antes da GFC nesta jurisdição. Assim, algumas das ações empreendidas por esforços internacionais e internos, detalhadas em relação às outras jurisdições, já eram implementadas antes da GFC⁶⁰⁷. Em 2018, o Brasil estava em grande parte em conformidade com as normas implementadas pela FSB, BIS e IOSCO⁶⁰⁸. De acordo com a Figura 2, parece necessitar rever alguns aspetos para melhorar a sua conformidade em relação às reformas mais recentes.

⁶⁰⁷ “A discussão sobre a adoção de medidas regulatórias no Brasil em razão dos debates pós -crise deve ser matizada. É importante considerar que, por factores diversos (que vão desde um maior conservadorismo de nossos reguladores até uma necessidade de se manter atualizado nosso arcabouço regulatório em face da importância das avaliações externas), muitas das recomendações formuladas mais recentemente já haviam sido adotadas no país –foi isto que ocorreu, por exemplo, nos casos da regulamentação do sistema de pagamentos brasileiro e do mercado de derivativos de balcão. De qualquer forma, havia ainda pontos a enfrentar.”. YAZBEK, OTAVIO (2015c).

⁶⁰⁸ FINANCIAL STABILITY BOARD (2018). *Implementation of reforms in priority areas by FSB jurisdictions (as of November 2018)*. Financial Stability Board Website [Consult 09.12.2018]. Disponível em WWW: <<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P281118-2.pdf>>

Nos mercados de valores mobiliários, as reformas visavam dar resposta a duas grandes preocupações: a modernização das infraestruturas de mercado existentes e das entidades centrais (em vez de, como era comum noutras jurisdições, a criação de novas entidades); e abordar alguns tópicos de gestão de liquidez, que surgiram durante a GFC.

Em primeiro lugar, na atualização das infraestruturas de mercado, a CVM promulgou nova legislação: Instrução CVM n.º 541, que regula os Serviços Centrais de Depósito (entretanto revogada pela Resolução CVM n.º 31, de 19 de maio de 2021); a Instrução CVM n.º 542, que regula os serviços de custódia de ações (entretanto revogada pela Resolução CVM n.º 32, de 19 de maio de 2021); a Instrução CVM n.º 543, que regula os serviços de contabilidade e emissão de certificados (entretanto revogada pela Resolução CVM n.º 33, de 19 de maio de 2021); e a Instrução CVM n.º 544, que obriga a organização no mercado de balcão (OTC) a ser responsável pelo registo de valores mobiliários (entretanto revogada pela Resolução CVM n.º 135, de 19 de maio de 2022). Apenas a alteração promovida pela Resolução n.º 135 implica alterações materiais (destinadas a modernizar o mercado de valores mobiliários); as demais resoluções promovem alterações pontuais e não-materiais. Estas alterações têm o efeito de diminuir a opacidade das atividades de *shadow banking*, dando transparência e confiança às transações de mercado.

Outra reforma indireta adotada pela CVM, alinhada com os esforços e normas da IOSCO, foi a promulgação de regulamentos específicos sobre as atividades das agências de notação através da Instrução Normativa n.º 521 de 25 de Abril de 2012 (entretanto revogado pela Resolução CVM n.º 9 de 28 de Outubro de 2020, sem que tenham sido introduzidas alterações materiais). Mostrando a conformidade com os padrões internacionais, o regulamento remete explicitamente para o Código de Conduta da IOSCO⁶⁰⁹. Além de melhorar os padrões de conduta para os participantes no mercado, melhora igualmente a metodologia de avaliação dos riscos e a avaliação histórica dos desempenhos na avaliação dos riscos (tanto dos agentes de mercado como das agências de notação de crédito). Naturalmente, as atividades de *shadow banking* são beneficiadas por quaisquer provisões que visem melhorar a exatidão do risco de ativos transacionados.

Fora das modificações à estrutura do mercado de intermediação não-bancário, um exemplo de regulação que afeta diretamente as atividades de *shadow banking* são as alterações

⁶⁰⁹ “Art. 20. Parágrafo único. O código de conduta da agência deve observar os Princípios do Código de Conduta para Agências de Classificação de Risco de Crédito da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies da International Organization of Securities Commissions - IOSCO).”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2020A).

introduzidas no regulamento do sector dos fundos pela Instrução Normativa CVM nº 555 de 17 de Dezembro de 2014, recentemente revogada Resolução CVM nº175 de 23 de Dezembro de 2022. A nova resolução produzirá efeitos a partir de 2 de Outubro de 2023. Estas estão principalmente relacionadas com a gestão da liquidez (no sentido de conversão), estabelecendo requisitos mínimos de liquidez⁶¹⁰ e percentagens específicas para alguns tipos de fundos⁶¹¹, a obrigação de executar testes de stress periódicos⁶¹² e a suspensão de resgates em turbulência de liquidez⁶¹³. Esta foi uma das necessidades identificadas no FSAP⁶¹⁴. Uma outra inovação, aplicável a alguns tipos de fundos, e também respondendo à observação do FSAP⁶¹⁵, é a criação

⁶¹⁰ “Art. 92. Nas classes abertas, os prestadores de serviços essenciais, conjuntamente, cada qual na sua esfera de atuação, devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira de ativos seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; (...). § 1º As políticas, procedimentos e controles internos de que trata o caput devem levar em conta, no mínimo: I – a liquidez dos diferentes ativos; (...); III – os valores de resgate esperados em condições ordinárias, calculados com critérios estatísticos consistentes e passíveis de verificação(...). § 2º Os critérios utilizados na elaboração das políticas, procedimentos e controles internos de liquidez, inclusive, se for o caso, em cenários de estresse, devem ser consistentes e passíveis de verificação. § 3º Caso a classe invista em cotas de outros fundos de investimento, o gestor deve avaliar a liquidez da classe investida, considerando, no mínimo: I – o volume a ser investido; II – as regras de pagamento de resgate da classe investida; e III – os sistemas e ferramentas utilizados na gestão de liquidez da classe investida. § 4º Os prestadores de serviços essenciais podem se acertar livremente para dar cumprimento à gestão de liquidez da classe, seja formal ou operacionalmente.” REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2022b).

⁶¹¹ “Art. 35. A classe de cotas deve manter o patrimônio aplicado em ativos financeiros, nos termos estabelecidos no regulamento, observados os limites de concentração de que trata este Anexo Normativo I.”. Idem, ibidem.

⁶¹² “Art. 93. O gestor deve submeter a carteira de ativos a testes de estresse periódicos, com cenários que levem em consideração, no mínimo, as movimentações do passivo, a liquidez dos ativos, as obrigações e a cotização da classe de cotas. Parágrafo único. A periodicidade dos testes de estresse deve ser adequada às características da classe de cotas, às variações históricas dos cenários eleitos para o teste e às condições de mercado vigentes.”. Idem, ibidem.

⁶¹³ “Art. 41. O regulamento pode prever a existência de barreiras aos resgates, por meio das quais o gestor pode, a seu critério e de acordo com parâmetros estabelecidos no regulamento, limitar os pedidos de resgate a uma fração do patrimônio líquido da classe, sem prejuízo do tratamento equitativo entre os cotistas. § 1º Em relação ao estabelecimento de barreiras aos resgates: I – nas classes destinadas ao público em geral, os parâmetros de liquidez que autorizam a adoção do mecanismo devem levar em consideração, no mínimo, a representatividade dos resgates solicitados em relação ao patrimônio líquido da classe; e II – nas classes restritas, o regulamento pode dispor livremente acerca dos parâmetros de liquidez. § 2º Caso o gestor utilize barreiras aos resgates, deve imediatamente informar ao administrador, tanto por ocasião do estabelecimento da barreira quanto de sua remoção, para que este imediatamente divulgue facto relevante.”. Idem, ibidem.

⁶¹⁴ “With respect to liquidity management, there is a strong and balanced framework to prevent the build-up of liquidity problems. However, fiduciary administrators lack the tools to deal with situations in which illiquidity risk has crystallized and are obliged to move immediately to a suspension of subscriptions and redemptions. Giving fiduciary administrators access to a broader range of liquidity management tools would allow for more flexibility in the management of situations of illiquidity.”. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2018c), Pág. 26.

⁶¹⁵ “The CVM should introduce a regulatory definition for leverage to allow the authorities to measure and compare leverage across the investment funds sector, and set a cap on leverage for individual funds or groups of funds managed by the same asset manager.”. Idem, ibidem, Pág. 26.

de limites de alavancagem⁶¹⁶ (ainda que se dispensando alguns tipos de fundos⁶¹⁷). Estas modificações também estão alinhadas com as normas da IOSCO sobre este tema e as práticas nas demais jurisdições.

Finalmente, e já em 2022, o Congresso emitiu a Lei nº 14.430, de 03 de Agosto de 2022 sobre o novo regime de securitização. Ela cria, no seu artigo 20, os Certificados de Recebíveis: títulos de crédito que constituem promessa de um fluxo de caixa⁶¹⁸. Assim, em conjunto com a Resolução CVM Nº 60 de 23 de Dezembro de 2021, fica criado um regime legal que permite o crescimento no Brasil desta atividade incluída no conceito de *shadow banking*.

Em quarto lugar, o Brasil tem um arranjo de garantia de depósitos único, nas jurisdições estudadas. Os depósitos são assegurados no Brasil pelo FGC. Foi autorizado pela Resolução nº 2.197 do BCB, 31 de agosto de 1995,⁶¹⁹ a incorporar-se como entidade privada pelos

⁶¹⁶ “Art. 16. A política de investimento da classe de cotas deve estar de acordo com seu tipo e conter, no mínimo, as seguintes informações: (...) V – a possibilidade de a classe ficar exposta a risco de capital, com a indicação do limite de exposição máxima sob a forma de percentual do patrimônio líquido que pode ser utilizado em margem bruta, conforme definida no § 1º do art. 73 deste Anexo Normativo I. Parágrafo único. A classe fica exposta a risco de capital quando realiza operações em valor superior ao seu patrimônio.”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2022b).

⁶¹⁷ “Art. 73. Preservada a possibilidade de o Regulamento estabelecer limites menores, o gestor deve observar os seguintes limites máximos de utilização de margem bruta: I – para classe tipificada como “Renda Fixa”, margem bruta limitada a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe; II – para classe tipificada como “Cambial” ou “Ações”, margem bruta limitada a 40% (quarenta por cento) do patrimônio líquido da classe; e III – para classe tipificada como “Multimercado”, margem bruta limitada a 70% (setenta por cento) do patrimônio líquido da classe. § 1º Para fins deste Anexo Normativo I, considera-se margem bruta o somatório das coberturas e margens de garantia, requeridas e potenciais, empregadas pela classe em relação às operações de sua carteira. § 2º O cálculo de margem potencial deve se basear em modelo de cálculo de garantia do administrador, consistente e passível de verificação, e não pode ser compensado com as margens das operações que contem com cobertura ou margem de garantia. § 3º As operações da carteira de ativos da classe destinada ao público em geral que originem exposição a risco de capital devem contar com cobertura ou margem de garantia em mercado organizado. § 4º Classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores profissionais não possuem limites de exposição a risco de capital, exceto pelo que porventura dispuser o Regulamento, nos termos do art. 16, inciso V, deste Anexo Normativo I. § 5º Classes de cotas que realizam operações envolvendo posições compradas e vendidas de ativos e derivativos do mercado de renda variável, cujo resultado esperado seja preponderantemente proveniente da diferença entre as posições (estratégia comumente denominada de long and short), ficam dispensadas de observar o limite previsto no inciso III do caput, no que se refere a essas operações.”. Idem, ibidem.

⁶¹⁸ “Art. 20. Os Certificados de Recebíveis são títulos de crédito nominativos, emitidos de forma escritural, de emissão exclusiva de companhia securitizadora, de livre negociação, constituem promessa de pagamento em dinheiro, preservada a possibilidade de dação em pagamento, e são títulos executivos extrajudiciais. § 1º Quando ofertados publicamente ou admitidos à negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários, os Certificados de Recebíveis são considerados valores mobiliários. § 2º Os direitos creditórios que lastrearão os Certificados de Recebíveis serão previamente identificados, atenderão aos critérios de elegibilidade previstos no termo de securitização e deverão ser adquiridos até a data de integralização dos Certificados de Recebíveis.”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2022a).

⁶¹⁹ “Art. 1º Fica autorizada a constituição de entidade privada, sem fins lucrativos, destinada a administrar mecanismo de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras e a realizar com tais instituições operações de assistência e suporte financeiro. (Redação dada pela Resolução nº 4.222, de 23/5/2013.) § 1º As instituições financeiras que recebem depósitos à vista, a prazo e em contas de poupança, e as associações de poupança e empréstimo serão associadas da entidade e dela participarão como contribuintes. § 2º Excetuam-

intermediários financeiros que operam no mercado brasileiro. Todos os participantes devem fazer contribuições para o fundo, que garantam o reembolso dos depósitos cobertos num montante limitado para cada indivíduo. Desde 2013 estão cobertos pelo fundo depósitos efetuados junto a intermediários bancários e não-bancários. Este fundo pretendia ser uma estrutura transitória, que seria substituída por um ente público após a promulgação do regulamento mencionado na secção 192 da Constituição Federal brasileira; no entanto, tal regulamento nunca foi criado. Este facto foi destacado no FSAP, onde se sugere a estatização do FGC⁶²⁰. As situações que autorizam o FGC a realizar pagamentos estão previstas no seu regimento interno. Nos termos do art. 3.º do seu estatuto⁶²¹, os recursos do fundo são utilizados para financiar operações de intervenção ou liquidação do BCB.

Sobre os poderes de resolução, essa competência permanece na esfera do BCB, não tendo havido alterações materialmente relevantes. O regime aplicável continua a ser aquele exposto na Lei nº 6.024, de 13 de Março de 1974 e no Decreto-Lei nº 2.321, de 25 de Fevereiro de 1987. Estes instrumentos propõem dois tipos de intervenção: o regime especial de administração temporária e a liquidação extrajudicial. Ambas pretendem sanar ilegalidades ou corrigir prejuízos da instituição. No pós-GFC, e no contexto da implementação de BASEL III, deve ser referida a Resolução n.º 4.502, 30 de junho de 2016, sobre as normas mínimas a observar nos planos de recuperação preventivos preparados pelas instituições financeiras.

se do disposto no parágrafo anterior as cooperativas de crédito e as seções de crédito das cooperativas. § 3º A entidade referida neste artigo: I - é considerada instituição financeira, para os efeitos da Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001; II - poderá ter acesso às informações de que trata a Resolução nº 3.658, de 17 de dezembro de 2008, não sendo aplicável a ela o disposto no art. 8º, inciso I, dessa Resolução. (Parágrafo 3º incluído pela Resolução nº 4.222, de 23/5/2013.).” REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (1995b).

⁶²⁰ “The FGC should be strengthened including by bringing it into the public sector and ruling out open bank assistance from the deposit insurance fund. The FGC is a non-profit private association composed of financial institutions. Measures to make the FGC more effective include enhancing arrangements for payout, strengthening access to supervisory data subject to adequate confidentiality safeguards, and establishing back-up funding facilities. In addition to depositor protection, the FGC provides open bank assistance to member institutions. Such a role exposes the deposit insurance fund to significant risk and could undermine depositor confidence in the scheme. Shifting the FGC into the public sector could address many of these limitations, as it would help prevent conflicts of interest, improve the exchange of confidential information, allow the FGC to participate in high-level financial stability and crisis management committees, and, importantly, retain the mandate for financial stability in the public sector. In addition, emergency liquidity provision by the FGC should be discontinued once the BCB ELA framework has become fully operational. If solvency support is required in systemic circumstances, it should be provided from the resolution fund and open bank assistance from the deposit insurance fund should be ruled out. In the interim measures should be put in place to minimize the risk of the FGC lending to unviable and insolvent banks.”. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2018c), Pág. 29.

⁶²¹ FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS (2023) Estatuto do FGC. FGC Website [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fgc.org.br/backend/upload/media/arquivos/Normas/estatuto.pdf>>

Sobre a distinção entre mercados, no Brasil os bancos comerciais e os bancos múltiplos podem desenvolver atividades de intermediação não-bancária (devendo observar as normas da CVM).

Finalmente, destaca-se que verificadas as situações em que a intervenção poderia ser decretada, a Lei 9.447, de 14 de Março de 1997 prevê que o controlador será solidariamente responsável com a instituição financeira pelas obrigações desta⁶²². Para isso, o BCB poderá determinar que o controlador contribua para a resolução do problema⁶²³. Os prestadores de serviços de auditoria também poderão ser responsabilizados se declarados culpados ou dolosos, podendo ser alvo de medida reparatória⁶²⁴.

Por último, é igualmente importante referir que o quadro brasileiro inclui um imposto específico (IOF – Imposto sobre Operações Financeiras) sobre determinadas operações financeiras aplicáveis a operações de crédito, divisas, operações de seguros e comércio de valores mobiliários.⁶²⁵ Este imposto foi criado pela Lei n.º 5.143, a partir de 20 de outubro de 1966, e é regulado pelo Decreto 6.306, a partir de 14 de dezembro de 2007. Este imposto serve o propósito especial de intervir nas atividades económicas financeiras, conforme determinado pela secção 153 da Constituição Federal brasileira; e esta característica é frequentemente usada para intervir no mercado cambial de divisas. Mas pouco utilizada para outro tipo de

⁶²² “Art. 1º A responsabilidade solidária dos controladores de instituições financeiras estabelecida no art. 15 do Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987, aplica-se, também, aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial de que trata a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974.”. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (1997).

⁶²³ “Art. 5º Verificada a ocorrência de qualquer das hipóteses previstas nos arts. 2º e 15 da Lei nº 6.024, de 1974, e no art. 1º do Decreto-lei nº 2.321, de 1987, é facultado ao Banco Central do Brasil, visando assegurar a normalidade da economia pública e resguardar os interesses dos depositantes, investidores e demais credores, sem prejuízo da posterior adoção dos regimes de intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária, determinar as seguintes medidas: I - capitalização da sociedade, com o aporte de recursos necessários ao seu soerguimento, em montante por ele fixado; II - transferência do controle acionário; III - reorganização societária, inclusive mediante incorporação, fusão ou cisão. Parágrafo único. Não implementadas as medidas de que trata este artigo, no prazo estabelecido pelo Banco Central do Brasil, decretar-se-á o regime especial cabível.”. Idem, ibidem.

⁶²⁴ “Art. 3º O inquérito de que trata o art. 41 da Lei nº 6.024, de 1974, compreende também a apuração dos atos praticados ou das omissões incorridas pelas pessoas naturais ou jurídicas prestadoras de serviços de auditoria independente às instituições submetidas aos regimes de intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária. Parágrafo único. Concluindo o inquérito que houve culpa ou dolo na atuação das pessoas de que trata o caput, aplicar-se-á o disposto na parte final do caput do art. 45 da Lei nº 6.024, de 1974.”. Idem, ibidem.

⁶²⁵ “Art. 2º O IOF incide sobre: I - operações de crédito realizadas: a) por instituições financeiras; b) por empresas que exercem as atividades de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção de riscos, administração de contas a pagar e a receber, compra de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (factoring), e c) entre pessoas jurídicas ou entre pessoa jurídica e pessoa física; II - operações de câmbio; III - operações de seguro realizadas por seguradoras; IV - operações relativas a títulos ou valores mobiliários; V - operações com ouro, ativo financeiro, ou instrumento cambial.” REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL (2007).

intervenções. De salientar, no entanto, que o Brasil é a única jurisdição estudada que tem instituído um instrumento fiscal para intervenção financeira.

5.3 Análise das mudanças implementadas

A concluir este capítulo, confronta-se a resposta efetivamente dada pelas autoridades e acima descrita, aos princípios normativos enumerados no capítulo anterior. Mas não sem antes fazer uma apreciação global das medidas estudadas.

Em primeiro lugar é necessário reconhecer que o esforço empreendido, nacional e internacional, foi substancial. Como se viu, todas as jurisdições apresentam traços comuns em relação ao tratamento das atividades de intermediação financeira (bancária e não-bancária). Esse tratamento tem um aprofundamento de escopo e nível de detalhe impressionantes.

Num resumo, poderia dizer-se que as reformas implementaram o seguinte: (a) a tentativa de integração da supervisão de ambos os mercados de intermediação financeira (sem que, materialmente se tenha eliminado a divisão imposta no pós-Grande Depressão) com a criação de grandes órgãos de supervisão da intermediação financeira ou, no mínimo, a criação de arranjos internos de cooperação e coordenação, (b) a regulação dos balanços dos intermediários financeiros bancários (com alto nível de intervenção, imposição de regras de governança e normalização de acesso/emissão de informações) e não-bancários (com média intervenção, mas numa escala significativa); (c) implementação de regras de gestão de liquidez (retenção de ativos líquidos e gestão de liquidez, no sentido de fluidez) dos intermediários bancários e não-bancários, (d) a melhoria e aprofundamento das infraestruturas de mercado (caso paradigmático da tentativa de centralização das transações de derivativos em CCP), e (e) criação de regras pré-evento, para gestão de crises financeiras e aplicáveis a intermediários bancários e não-bancários.

Sem prejuízo, e no entanto, duvida-se que estas tenham efetivamente representado uma mudança de paradigma fundamental em relação ao passado recente. Recorda-se por isso, e em segundo lugar, que a cooperação internacional já era existente e profunda antes da GFC. Os avanços institucionais serviram para consolidar e reforçar uma rede que já funcionava, tornando-a permanente (especialmente através do FSB). Assim, as regras de capital de BASEL III seguiram a mesma lógica das regras de BASEL II. As grandes diferenças estavam nos níveis de capital exigidos (maiores em BASEL III), e no valor dado aos sistemas internos de avaliação de risco (*Standardized Approach* for definida como a regra, em detrimento da *Internal Rate Base Approach*). Mesmo no mercado de intermediação não-bancária, a IOSCO e o BIS já

tinham desenvolvido *standards*, por exemplo sobre CCP e *Credit Rating Agencies*. Por esse motivo, também aqui os desenvolvimentos não se podem considerar inéditos ou inesperados. Pelo contrário. A ideia de que o paradigma de regulação passasse de garantir informação adequada aos participantes no mercado de intermediação financeira, para uma regulação de comportamentos⁶²⁶, já parecia estar presente.

O pressuposto de que, após os esforços de regulação internacional, não teríamos a “atividade bancária como de costume” (*banking as usual*) não se confirmou. Quando comparado com a resposta à Grande Depressão (brevemente descrita no Capítulo 1), pode dizer-se que após as modificações ali implementadas o modelo de negócio das atividades de intermediação financeira (especialmente no caso da intermediação bancária) se alterou materialmente. A separação material entre mercados mudou decisivamente a interação entre intermediários. Ali sim houve uma rutura com o passado.

Aqui não. Os mercados de intermediação bancária e não-bancária já eram interdependentes, como antes de 1914, desde 1970/1980. As mudanças implementadas tentam controlar e gerir riscos prévia (por exemplo com a regulação de balanços) e posteriormente (por exemplo, as normas de resolução) a uma situação de crise. Estas normas criam o arcabouço regulatório que legitima um modelo de atividade dos intermediários bancários e não-bancários.

Finalmente, e em terceiro lugar, cabe destacar a mais importante mudança de todas. Essa sim, fundamental. Se alguma tendência se aprofundou (e aprofundou porque também já era existente), foi a do aumento da intervenção Estatal (via regulação e aumento de supervisão) sobre as atividades financeiras. Os níveis de intervenção (fática, de poderes de supervisão e/ou de regulação) e os regimes de resolução oferecem duas certezas. Primeiro, a legitimação do modelo de atividade. A regulação aceitou que as atividades de intermediação financeira operassem desta forma. Em segundo, pelos poderes de intervenção e resolução sobre

⁶²⁶ “The post-crisis regulation reforms for the marketing and sale of financial products and related investment services focus on three main areas: distribution, disclosure and product intervention. Under these legislative and regulatory reforms, a different precautionary *ex ante* approach is taken to retail markets and product distribution. This approach adopts a different rationale for the regulation of the sale and distribution of financial products, which moves away from the disclosure paradigm to a behavioural finance paradigm. As mentioned in Chapter 1, pre-crisis the regulation of the sale of retail financial products and investment services was based on a disclosure paradigm that assumed that investors can rationally assess information that is disclosed to them and then, based on this and other information widely available in the market, decide in which financial products to invest in order to maximize their individual utilities and achieve the greatest risk-adjusted returns. In contrast, the behavioural paradigm suggests that bank clients and investors are not able to process all the relevant information and to calculate the risks, and that regulation should be designed to play a more interventionist role to limit, for example, the potential downside losses of risks for customers and to take account of behavioural biases that arise from social and biological factors.”. KERN, ALEXANDER (2019), Pág. 248.

intermediários bancários e não-bancários e pela função de *Lender of Last Resort*. As autoridades prepararam-se para intervir, tendo em conta o modelo fático existente.

Estas modificações têm a vantagem de criar transparência, e a desvantagem de criar um compromisso sobre a intervenção em momentos de crise. É verdade que as normas criam requisitos mínimos para a concessão de suporte financeiro de emergência (por exemplo, um critério de solvência). Mas o que significa ser insolvente? Por exemplo, devem considerar-se o valor dos ativos no balanço dos intermediários antes da crise, ou após o início da crise (em que os efeitos de operação indireta da transmissão já ocorrem)? Como serão estas questões cinzentas implementadas na prática?

Estas estruturas de entes governamentais (e não mais privados, como no tempo em que Bagehot propôs esta função) são permanentes e representam um risco para a coletividade pela ameaça ao ativo líquido. Esta questão é principalmente relevante nos EUA onde, como se viu a lei prevê expressamente a existência da estrutura de suporte financeiro. Essa norma aumenta ou diminui a disciplina de mercado? Será a institucionalização da regra não escrita dos *regates* vigente nos EUA desde a década de 1980? No primeiro caso parece que prejudica a disciplina de mercado; e no segundo, parece ser a institucionalização de uma prática que se tornou recorrente.

Uma imagem que retrata bem o que se descreve, é aquela que decorre dos movimentos feitos pelas jurisdições estudadas: as jurisdições com mercados mais dinâmicos e menos dependentes da ação Estatal (UE e EUA), fizeram um movimento em direção ao aumento de importância dessa ação. Por outro lado, as jurisdições estudadas mais concentradas e dependentes da ação do Estado (China e Brasil) aproveitaram para se aproximar do novo padrão internacional. A questão é que as jurisdições não se encontraram num ponto intermédio. As jurisdições concentradas parecem claramente ter-se movimentado menos e, portanto, mudado menos que as mais dinâmicas e menos dependentes do Estado. Estas últimas, agora mais dependentes do Estado.

5.3.1 Alterações em conformidade com os princípios

Começa-se por elencar os princípios normativos com os quais as alterações regulatórias parecem estar em conformidade.

Um dos princípios dizia respeito à recolha de informação sobre o funcionamento do mercado, e de como esse era um aspeto essencial para a eficaz gestão do ativo líquido pelo

Estado. A relação do Estado com os intermediários financeiros é similar à dos famosos conflitos de agência entre acionistas e os órgãos de direção da sociedade. Isso mesmo foi relatado no capítulo 4.

Não sendo uma novidade, os poderes de supervisão e recolha de informação pelos Estados foram aprofundados em resposta à GFC. Isso parece ser positivo, por colocar o Estado numa melhor posição de defender os interesses da coletividade e de diminuir ou eliminar potenciais situações de risco moral. O que parece importante é que esse aumento da supervisão não se confunda com aumento da intervenção sobre uma atividade privada (o que será mais bem detalhado à frente).

Relacionado com este princípio, apenas se pode avaliar positivamente aumento da cooperação internacional na recolha e partilha de informação entre os Estados. Mais uma vez, trata-se de um aprofundamento de uma tendência já existente (cite-se, a título de exemplo, o BIS ou a IOSCO). Mas que tem o mérito de reconhecer a necessidade da existência de instituições que desenvolvam esta função de troca internacional de informação com permanência; e com independência das instituições nacionais. O FSB é o grande exemplo dessa mudança institucional (ainda que, a par do BIS, tenha graves problemas de representatividade dos Estados), que permite o aprofundamento deste princípio; e reconhece, com clareza, a inerente natureza internacional das atividades de intermediação financeira. Este avanço atende à necessidade de que o direito preencha as lacunas existentes no espaço transnacional, sendo um fórum de cooperação dos Estados e criando pontes entre as diferentes jurisdições.

5.3.2 Alterações não conformes aos princípios

Sobre as alterações que parecem não estar conformes aos princípios normativos enumerados, esses parecem consistir no papel marginal do poder legislativo neste processo de gestão permanente do ativo líquido; a ausência de concorrência; a manutenção de modelos de negócio baseados no suporte do *backstop* público; a ausência de suporte à economia real; e a não resolução do problema distributivo.

5.3.2.1 A ausência de ação do poder legislativo

Um dos princípios propostos é o da supremacia da ação do poder legislativo. Como era de se esperar, tendencialmente os poderes legislativos das jurisdições estudadas apresentaram

respostas à crise. No entanto, que respostas foram essas? Antes de se tornarem Lei formal (nas jurisdições em que assim foi), de onde vieram as soluções?

Essas respostas vieram de fora do poder legislativo. Na verdade, o poder legislativo nunca esteve no controle da discussão sobre as reformas ao sector. Nem antes da sua aprovação, e nem depois. O padrão já identificado (no capítulo 4) manteve-se: o poder legislativo continua a operar, apenas, em momentos de crise financeira. Omitindo-se nos momentos seguintes e até à seguinte crise financeira.

Na ausência de ação do poder legislativo (prévia, na discussão sobre as causas e soluções a apresentar; ou póstuma, na revisão e avaliação do implementado), os bancos centrais e as agências reguladoras (a nível local ou internacional) continuaram a afirmar o seu poder factual. Afinal, grande parte dos *standards* internacionais e das regulações foram criados ou aprofundadas pelas agências (nacionais e internacionais) e pelos bancos centrais. Apenas depois foram implementados na forma de Lei pelos poderes legislativos. E ainda que existam algumas divergências, o que resulta das Figuras 1 e 2 e dos relatórios lidos é que todos os parlamentos nacionais das jurisdições estudadas não divergiram decisivamente do decidido por órgãos não eleitos.

Para uma análise correta em relação a este ponto, é preciso ressaltar que existiu algum conteúdo de adaptação local na transposição das normas. No entanto, esse conteúdo local não se originou apenas no legislador, já que as agências também participam no processo legislativo na ordem interna (dependendo do caso, exercendo a sua influência; ou no exercício de poderes concreto). Por outro lado, é preciso reconhecer uma certa gradação nas participações do poder legislativo. Num caso extremo de ausência, veja-se o exemplo do Brasil onde todas as medidas implementadas são infralegais (emitidas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM). É certo que o CMN é um órgão político, e não uma agência independente; e que presta contas ao Congresso brasileiro. Mas, ainda assim, não é certamente o mesmo nível de discussão, como facilmente se reconhecerá. No outro extremo temos os EUA, onde a participação do Congresso Federal imediatamente após a GFC foi completa, detalhada e exaustiva. Ali a legislação determinou a realização extensiva de estudos e obrigações de reporte das agências ao poder legislativo. Esta situação parece excecional nas jurisdições estudadas. E, mesmo naquela jurisdição, existiram propostas legislativas como o CHOICE Act (não aprovada), onde se aumentavam os deveres de supervisão do Congresso sobre o sector de intermediação financeira, mostrando que a ação do poder legislativo pode estender-se ainda mais..

Parece natural, e em alguns casos até desejável, pela especialização destes entes que sejam eles a suportar o processo de regulação e supervisão. Mas mantém-se os problemas de falta de legitimidade democrática e potencial captura, como descrito no capítulo anterior. Mas que não pode resultar na omissão dos órgãos democráticos em períodos fora da crise. Não parece que os poderes legislativos tenham mantido a mesma ação materialmente relevante após a discussão sobre a crise, sendo este padrão visível até nos EUA.

5.3.2.2 Ausência de concorrência e *too big* e *too interconnected to fail*

A função do poder legislativo poderia ter um papel importante no cumprimento de outros princípios não observados. Em primeiro lugar, o poder legislativo deveria assegurar a preservação do princípio da concorrência no mercado. Não parece que isso tenha acontecido, uma vez que as normas regulatórias introduzidas (especialmente os requisitos de capital) levaram à concentração do mercado e diminuição da concorrência. Parecem, até, ter agravado essa tendência (afinal, maiores exigências de capital favorecem a concentração de esforços de atividade de intermediação financeira). Por outras palavras, se um dos problema mais importantes foi a impossibilidade de enfrentar os desafios propostos por instituições *too big too fail*, as novas normas regulatórias (inclusive os requisitos adicionais de capital) não parecem ter resolvido o problema. Medidas como a necessidade de contribuição de capital adicional (penalizando essas instituições, pela sua dimensão) também não parecem ser uma resposta adequada a este problema (por ser um aumento marginal, que não será capaz de acautelar os credores em caso de crise).

Da mesma maneira, o problema do *too interconnected to fail* parece ter sido igualmente agravado por esta concentração de intermediários bancários no mercado (recordando-se a questão de como os intermediários financeiros (bancários e não-bancários) não só competem, como também coevoluem). O modelo de *shadow banking* e de *originate to distribute* continua em plena utilização, num contexto de maior concentração dos principais intermediários do sistema, os bancos (por beneficiarem do *backstop* público).

5.3.2.3 Manutenção dos modelos de negócio baseados no *backstop* público

As reformas implementadas, não tendo sido uma mudança de paradigma acabaram por reforçar o *status quo* existente. As reformas legitimam um modelo de negócio existente. Não

se pode dizer que tenham sido ignorados os incentivos para crescimento de balanço, para aceitação de maiores níveis de risco ou para a busca de arbitragem regulatória. Mas o tratamento dado é insuficiente por ser compensado por medidas que não levam à assunção privada, mas pública, de riscos.

Deve mencionar-se, novamente, a questão da separação entre mercados de intermediação bancária e não-bancária. Duas jurisdições (sendo que vários Estados-membro da UE implementaram alguma forma desta regra), China e EUA, têm a diferenciação expressa entre banco comercial e banco de investimento. Mas estas normas têm muitas exceções; e são limitadas ao abordar a questão do suporte explícito de intermediários bancários a não-bancários. Veja-se que, como destacado pelo FMI no *Global financial Stability Report*, de abril de 2023, e apesar das informação na Figuras 7, 8 e 9, a informação disponível sobre a intermediação não-bancária não é suficientemente detalhada para compreender as ligações com o sector de intermediação bancária⁶²⁷.

Um outro exemplo, é a questão da resolução flexibilizar a disciplina de mercado. Assume-se, dessa forma, uma organização institucional onde as ideias de que (i) os intermediários bancários ou não-bancários poderão falhar, e que (ii) nessa hipótese, as autoridades Estatais irão assumir a condução desse intermediário bancário. A abordagem pragmática dos *living wills* são um exemplo disso mesmo. Também os requisitos mínimos de liquidez (e fluidez) de ativos para atender demandas de sobrevivência no curto prazo (permitindo a resolução ordenada da instituição). O propósito de conservar esses planos e ativos, é outorgar tempo às entidades Estatais para decidir qual a melhor solução a implementar (integração noutra grupo, liquidação, entre outros). A existência desta rede é dramática por, simultaneamente, ser um incentivo à adoção de estratégias mais arriscadas (com melhor remuneração) e uma denegação do princípio da disciplina de mercado. Trata-se de um agravamento insuportável do risco moral associado a esta questão. Os custos suportados nas últimas crises são uma evidência disso mesmo. A única honrosa exceção é a disposição da legislação dos EUA⁶²⁸, que proíbe expressamente a possibilidade de os recursos dos

⁶²⁷ “Available data show that NBFIs’ interconnectedness with the rest of the financial system has increased. In aggregate, the portion of domestic funding to other financial intermediaries from banks and insurers has declined since the global financial crisis, while funding among NBFIs has increased (Figure 2.3, panel 1). Large data gaps remain, however, with roughly half of aggregate NBFIs domestic funding sources unaccounted for. At the same time, banks’ cross-border linkages with NBFIs have risen, underscoring the sector’s importance in cross-border intermediation (Figure 2.3, panel 2).”. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2023), Pág. 64

⁶²⁸ “SEC. 214. PROHIBITION ON TAXPAYER FUNDING. (a) LIQUIDATION REQUIRED.—All financial companies put into receivership under this title shall be liquidated. No taxpayer funds shall be used to

contribuintes serem utilizados para a liquidação de certos intermediários insolventes numa liquidação ordenada. Essa importante disposição tem, no entanto, um efeito limitado: não abrange, por exemplo, o suporte dado a outros intermediários financeiros e o efeito de suporte que se transmite pelos ativos do balanço. Na GFC, por exemplo, o suporte financeiro ao Lehman Brothers não seria permitido. Mas todas as demais medidas de suporte a outros intermediários financeiros seriam permitidas. Ambiguidade similar é observada na China, como destacado no relatório do FSAP. A ideia de suporte implícito do Estado está presente (mesmo nos EUA, como se viu no recente caso dos bancos regionais), e é levada em conta na ordem de investir (prejudicando a descoberta de riscos e de preços).

Neste contexto deve ser referida a solução implementada numa jurisdição não estudada, o Reino Unido. Ali aplicou-se uma regra de “*ring-fencing*”, com separação institucional e jurídica entre as instituições de depósito e as instituições que desenvolvem outras atividades no grupo de intermediação financeira. É um pouco o que se pretendeu alcançar com os planos de resolução prévios (e é um poder que as autoridades de resolução detém e que pode, em tese, ser utilizado), mas de maneira mais incisiva. Dessa forma, em caso de dificuldades pode ser feita a separação e protegidos os depósitos. A limitação desta solução diz respeito à ligação económica que possa existir entre estas instituições, e às eventuais relações implícitas que possam ser consideradas. Parece ser, ainda assim, uma melhor solução por proteger os depósitos com mais eficácia e ser uma regra de separação de atividades em contingência (dependendo de verificação de uma situação de crise).

5.3.2.4 Ausência de suporte da economia real

A outorga de suporte para manter em funcionamento intermediários financeiros não solventes e/ou sem fluidez (ilíquidos) é a subsidiação de uma empresa inviável. O suporte da política fiscal e/ou monetária não pode ter esse objetivo, por absolutamente contraditório com o objetivo de gestão do ativo líquido. Devem ser utilizados para gestão política soberana da macroeconomia, e não para manter à tona certas instituições (financeiras ou de outra natureza). Nada de fundamental mudou, também, em relação a este aspeto: antes da GFC, na GFC e já

prevent the liquidation of any financial company under this title. (b) RECOVERY OF FUNDS.—All funds expended in the liquidation of a financial company under this title shall be recovered from the disposition of assets of such financial company, or shall be the responsibility of the financial sector, through assessments. (c) NO LOSSES TO TAXPAYERS.—Taxpayers shall bear no losses from the exercise of any authority under this title.”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA (2010).

após a GFC, os recursos coletivos foram utilizados para dar suporte ao sistema financeiro em momentos de crise. Sendo certo que as normas foram detalhadas (nos EUA e na UE; na China, se aprovada a Lei de Estabilidade Financeira), elas serviram mais para estabelecer as ferramentas disponíveis à decisão política de gestão da situação do intermediário financeiro. As ferramentas, especialmente nos EUA, estão expressamente previstas na Lei para o suporte ao sistema financeiro.

Mas a decisão, nesta questão, continua a ser política: resgatar ou não o sector financeiro. A opção foi pela primeira escolha.

Nesse contexto, o importante seria utilizar os recursos públicos para proteger os depósitos: com a realização de ativos do intermediário financeiro insolvente ou nos valores garantidos pelos esquemas de proteção de depósitos. Essa escolha foi feita na reforma de resposta à Grande Depressão, e ajuda a resolver o problema da escolha moral. Mas é, claramente, um resgate dos depositantes (alguns, os pequenos depositantes, e com importantes efeitos na acentuação da desigualdade pelo resgate indiretos dos grande depositantes) e não da instituição financeira⁶²⁹.

Afinal, há uma diferença entre utilizar fundos do Estado para proteger depósitos (como aqueles mantidos pelo público, até um certo valor, junto a intermediários bancários), e utilizar os fundos do Estado para garantir cotas de produtos equivalentes a depósitos (como as cotas de *money market funds*, que são na prática utilizados com a mesma função dos depósitos junto a intermediários bancários). Da mesma forma, é diferente utilizar os recursos públicos para proteger um nível de poupanças dos cidadãos, e outra utilizar esses recursos para legitimar modelos de negócio (ainda que legítimos, devem seguir o princípio de risco benefício; e não de benefício apesar do risco).

Mais do que isso, os recursos disponíveis deveriam ser utilizados para suportar a economia real. Uma das jurisdições revistas (Portugal; eventualmente, no futuro, a China se a Lei de Estabilidade Financeira for aprovada) conta com um fundo para financiar o saneamento

⁶²⁹ “If the technology is risky, the lender of last resort can no longer be as credible as deposit insurance. If the lender of last resort were always required to bail out banks with liquidity problems, there would be perverse incentives for banks to take on risk, even if bailouts occurred only when many banks fail together. For instance, if a bailout is anticipated, all banks have an incentive to take on interest rate risk by mismatching maturities of assets and liabilities, because they will all be bailed out together. If the lender of last resort is not required to bail out banks unconditionally, a bank run can occur in response to changes in depositor expectations about the bank's credit worthiness. A run can even occur in response to expectations about the general willingness of the lender of last resort to rescue failing banks, as illustrated by the unfortunate experience of the 1930s when the Federal Reserve misused its discretion and did not allow much discounting. In contrast, deposit insurance is a binding commitment which can be structured to retain punishment of the bank's owners, board of directors, and officers in the case of a failure.”. DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIK, PHILIP H. (1983), Pág. 417.

do sistema financeiro em momentos de crise. Ainda que esse fundo conte com contribuições das instituições, ele tem uma natureza corporativa. Só indiretamente, beneficia o restante da economia.

O foco deve ser outro. Especialmente para evitar ou pelos diminuir os efeitos de um *credit crunch* na economia (que será sempre natural em situações de crise, pelo exercício da *liquidity preference*), os apoios devem ser direcionados à melhoria das expectativas dos agentes pelo investimento público. Dessa forma protegem-se as poupanças e os rendimentos das famílias, pela continuação da atividade económica. A utilização de bancos públicos e de desenvolvimento poderia ter um papel importante em relação a este ponto do princípio da não-subsidiação de empresas inviáveis e do princípio de suporte da economia real.

5.3.2.5 Não resolução do problema distributivo

Finalmente, a ausência de solução para o problema distributivo parece ser a mais grave pendência de todas. Ainda que tenham ocorrido discussões políticas a respeito (nos EUA e na EU, pelo menos, como se viu), a implementação de uma medida financeira (de natureza fiscal ou não) não se materializou em nenhuma dessas discussões.

Não é que não tenham sido aplicadas medidas de natureza financeira. Pelo contrário, como se viu no capítulo 2, a constituição de requisitos mínimos de capital aos intermediários bancários equivale a uma contribuição. Da mesma forma, a obrigação de certos intermediários reterem participações minoritárias em produtos oferecidos ao público (retenção de riscos, conhecido como *skin in the game*).

A diferença é que, apesar de parecer reverter para um certo equilíbrio no sistema, ainda assim trata-se de um benefício outorgado apenas aos agentes superavitários e aos membros dos intermediários financeiros. Não há transferência de recursos para salvaguarda futura do Estado e assim, dos contribuintes. Dessa forma, naturalmente, o *Lender of Last Resort* e os contribuintes não beneficiam dessa contribuição quando a crise financeira se materializa. Nesse sentido, e apesar de imperfeitas, as soluções de fundos para resolução já parecem ser um avanço.

O problema distributivo ficou por resolver, pelo menos desde a GFC; e provavelmente desde que a separação entre mercados de intermediação financeira cessou a partir de 1970/1980. Isso fica muito claro na extensão da função de *Lender* para *Dealer of Last Resort*. Desequilíbrio que, como se viu, apenas se agravou. Ao conceder suporte a todos os tipos de intermediários financeiros (agora como regra, e com autorização prévia; e não mais de acordo com autorização

específica) e executar políticas como o *quantitative easing* por períodos de tempo tão extensos, fica evidente o suporte explícito ao sector financeiro; que não necessariamente se traduz em suporte à economia real e aos cidadãos. Apenas agora, desde 2022, e perante inflação crescentes, a política monetária começou a normalizar.

No fundo, essa é a discussão política mais importante. Mas é exatamente a que está por fazer.

5.3.3 As consequências no modelo de negócio de *shadow banking*

Se as novas regras para a atuação dos intermediários financeiros nada mudaram de fundamental, também o modelo de negócio de *shadow banking* não se alterou. Como se viu no capítulo 2, as atividades baseadas neste modelo de negócio continuaram a aumentar e a manter uma percentagem muito relevante do mercado de intermediação financeira.

Os motivos são simples: as regras não alteraram o incentivo fundamental dos intermediários. O aumento dos requisitos de capital torna mais cara a operação dos intermediários financeiros, especialmente dos bancários (onde as regras foram ainda mais detalhadas). O resultado das normas parece ter sido o de fomentar a intermediação não-bancária e modelos como o de *shadow banking*.

Isso parece confirmar-se pelo aparente aumento da fragilidade, com o crescimento global da dívida⁶³⁰ e o aumento da importância do setor de intermediação não-bancária. Ao olhar para os stocks de dívida nas jurisdições estudadas, vê-se que os seus níveis nas economias continuam a aumentar. O crédito total (sector privado e público não-financeiro) em relação ao PIB (*Total credit to the non-financial sector (core debt), as a percentage of GDP*) na China era de 130,7% em 1999, chegando a 297,2% em 2022; nos EUA era de 187,5% em 1999, chegando a 255,6% em 2022; no Brasil era de 105,7% em 1999, chegando a 172,8% em 2022; e na UE

⁶³⁰ “Our previous research (Schularick and Taylor 2012; Jordà, Schularick, and Taylor 2011, 2013, 2016ab) uncovered a key stylized fact of modern macroeconomic history that we may call the “financial hockey stick.” The ratio of aggregate private credit to income in advanced economies has surged to unprecedented levels over the second half of the 20th century. A central aim of this paper is to show that, alongside this great leveraging, key business cycle moments have become increasingly correlated with financial variables. Most importantly, our long-run data provide evidence that high-credit economies may not be especially volatile, but their business cycles tend to be more negatively skewed. In other words, leverage is associated with dampened business cycle volatility, but more spectacular crashes. Business cycle outcomes become more asymmetric in high-credit economies, echoing previous research on the asymmetry of cycles (McKay and Reis 2008).”. JORDÀ, ÒSCAR ; SCHULARICK, MORITZ ; TAYLOR, ALAN M. (2016), Pág. 1.

era de 195,4%, chegando a 250,9%⁶³¹. Esta estatística demonstra que o aumento da exposição a crédito e da dívida é tanto uma tendência do sector público como do sector privado.

Quando se verifica a evolução do crédito concedido ao sector privado não financeiro em relação ao PIB (*Total credit to the private non-financial sector (core debt), as a percentage of GDP*), na China a percentagem era de 109% em 1999 e 219,5% em 2022; nos EUA era de 132,3% em 1999 e 152,5% em 2022; no Brasil era de 48,7% em 1999 e 87,5% em 2022; e na zona euro 120,9% em 1999 e de 162,2% em 2022⁶³². Esta estatística parece demonstrar que o sector privado está mais exposto ao crédito e, por esse motivo, possivelmente mais frágil.

Detalhando o crédito doméstico concedido ao sector privado em percentagem do PIB (*Domestic credit to private sector in % of GDP*), na China a percentagem passou de 66,2% em 1985 para 185,4% em 2022⁶³³; nos EUA 103,7% em 1985 para 216,3% em 2021⁶³⁴; na UE passou de 86,8% em 2001 para 91,3% em 2021⁶³⁵; no Brasil passou de 44,2% em 1985 para 71,8% em 2022⁶³⁶. Esta dado parece revelar a exposição externa do sector privado destas jurisdições, quando comparado com os valores totais (acima referidos).

Finalmente, o crédito doméstico concedido ao sector privado pelos intermediários bancários em percentagem do PIB (*Domestic credit to private sector by banks in % of GDP*) equivale na China a 185,4% do PIB em 2022 (era 65,3% em 1985)⁶³⁷; nos EUA é 51,6% do PIB em 2022 (era 1985 55,1%)⁶³⁸; no Brasil é de 71,8% do PIB em 2022 (era 39,3% em

⁶³¹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2023b) - *Total credit to the non-financial sector (core debt)*. BIS Website [Consult. 22.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f1.1>>.

⁶³² BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2023c) - *Total credit to the private non-financial sector (core debt)*. BIS Website [Consult. 22.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f2.1?p=20224&c=>>>.

⁶³³ BANCO MUNDIAL (2023a) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – China*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=CN>>.

⁶³⁴ BANCO MUNDIAL (2023b) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=US>>

⁶³⁵ BANCO MUNDIAL (2023c) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – European Union*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=EU>>

⁶³⁶ BANCO MUNDIAL (2023d) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – Brazil*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=BR>>

⁶³⁷ BANCO MUNDIAL (2023e) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – China*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=CN>>

⁶³⁸ BANCO MUNDIAL (2023f) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=US>>

1985)⁶³⁹; na UE é 89,7% do PIB em 2022 (era 86,8% em 2001)⁶⁴⁰. Perante a magnitude do crédito total nas jurisdições estudadas, o sector de intermediação bancária tem um papel relevante mas limitado. Inclusive, em duas jurisdições (EUA e EU) o crédito concedido pelos intermediários bancários manteve-se estável em percentagem do PIB, sugerindo que o crédito está a originar-se fora deste sector. Isso fica ainda mais evidente quando se compara o crescimento total do crédito doméstico concedido por todo o sector financeiro (bancário e não bancário) nos EUA, em percentagem do PIB (*Domestic credit provided by financial sector in % of GDP*, na série do Banco Mundial, esta informação apenas está disponível para esta jurisdição): em 2022 equivalia a 289,3% do PIB, partindo da referência de 134,3% do PIB em 1985⁶⁴¹.

Sobre qualquer perspetiva, os aumentos são substanciais e significativos. E este crescimento não é explicado por acontecimentos únicos, como por exemplo a pandemia do Covid-19. Também por conta desse evento a dívida subiu; mas a tendência já era anterior a esse acontecimento..

Tendo em conta as lições do capítulo 3, a conclusão não pode ser distinta daquela ali expressa: a de que a fragilidade aumentou em relação ao passado. O modelo de *shadow banking*, como antes da GFC, deverá estar a contribuir para este resultado. Afinal, conforme a informação resumida na Figura 6, apenas em 2021 cresceu 8,9%, representando 49,2% dos ativos financeiros globais⁶⁴². Revendo os relatórios do FSB é possível ver que o crescimento vindo sendo constante, e o relatório de 2022 detalha que a média de crescimento anual entre 2016 e 2021 foi de 6,6% (conforme Figura 6). Esta conclusão é consistente com a participação

⁶³⁹ BANCO MUNDIAL (2023g) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – European Union*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=EU>>

⁶⁴⁰ BANCO MUNDIAL (2023h) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – Brazil*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=BR>>

⁶⁴¹ BANCO MUNDIAL (2023i) - *Domestic credit to private sector by financial sector (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?locations=US>>

⁶⁴² “Driven mainly by the NBFi sector’s expansion, total global financial assets continued to exhibit strong growth in 2021, increasing by 7.7% to \$486.6 trillion (Graph 1-1).⁸ The NBFi sector grew by 8.9% in 2021, reaching a size of \$239.3 trillion (for the 21+EA-Group). While the growth of NBFi sector assets was below that of central banks in 2021 (12.0%), it was higher than its 5-year average from 2016–20 (6.6%). The strong growth in central bank, bank, and public financial institution assets exhibited in 2020, and explained by the response to the outbreak of the COVID-19 pandemic, slowed down in 2021 in most jurisdictions. This likely reflected that some of the pandemic-related measures put in place to support the economy and the functioning of key financial markets started to be gradually relaxed in 2021 and/or focused on more targeted measures.⁹ Accordingly, the total NBFi sector increased its relative share of total global financial assets from 48.6% to 49.2% in 2021.”. FINANCIAL STABILITY BOARD (2022b) Pág. 6.

relativamente modesta dos intermediários bancários na concessão do crédito (tendo como referência o crédito total concedido, como detalhado acima).

Com o aumento dos custos associados ao aprofundar do modelo regulatório existente, é provável que o fenômeno da arbitragem regulatória esteja a ser um incentivo importante para esse crescimento. O aumento dos custos associados à regulação traz um incentivo aos intermediários bancários de encontrar novas estruturas (de veículos, contratuais, etc.) para evitar (total ou parcialmente) esses custos. Fazendo pura especulação, é pouco provável, por outro lado, que isso tenha significado uma migração da intermediação bancária para a não-bancária. É mais provável que o padrão histórico tenha sido mantido, e que os intermediários bancários e não-bancários tenham evoluído em conjunto. Sob o mesmo modelo: os intermediários bancários utilizam o *backstop* público para trazer fluidez aos mercados de intermediação bancária e não-bancária, mesmo que implicitamente (como de resto também aconteceu antes da GFC).

As medidas de aumento de requisitos de capital, transparência na exposição dos intermediários bancários (melhoria da visibilidade sobre exposição a estruturas *off-balance*), o aumento dos requisitos de capital sobre produtos associados ao modelo de *shadow banking* (securitização, derivados), a imposição de requisitos de liquidez de curto prazo e constrangimentos de alavancagem são medidas razoáveis em abstrato. Mas não está claro se não acentuam o problema da arbitragem regulatória, tornando-as inadequadas para limitar o modelo de *shadow banking* e o risco moral que lhe está associado.

Já sobre as medidas aplicadas a intermediários financeiros não-bancários como os requisitos de retenção de risco, as proibições de reembolso de cotas de fundo para gestão de liquidez ou os incentivos à compensação e liquidação de derivados junto a contrapartes centrais parecem ser boas medidas para ordenar esses mercados de intermediação não-bancária; e equiparar, ainda que numa proporção menor, os custos regulatórios aos da intermediação bancária.

Mesmo a criação de agências de supervisão dos mercados de intermediação bancária e não-bancária parecem uma ferramenta útil para a regulação e supervisão do modelo de negócio de *shadow banking* (sendo que a estrutura é instrumental; o importante é que a informação flua entre agências, e as suas ações sejam coordenadas)

No entanto, nenhuma destas normas enfrenta o problema fundamental: o dos incentivos presentes, e que conduzem à situação de instabilidade financeira. Este consiste na utilização por entidades privadas de um bem administrado pelo Estado (o ativo líquido), para o benefício das

suas atividades lucrativas. Desta vez, não houve *Glass-Steagal Act* para reafirmar a separação de intermediários, como aconteceu na Grande Depressão. Então, o risco moral não só permanece, como parece legitimado por uma estrutura Estatal de administração que autoriza (ainda que implicitamente) a utilização do *backstop* público para a obtenção de lucros privados. Sendo que, ao fazê-lo, o Estado retira qualquer disciplina de mercado ao modelo.

Já antes da GFC a expressão “*banking as usual*” tinha de incluir o modelo de *shadow banking*. Esse modelo não mudou após as reformas. Mais uma vez, e também aqui, esse objetivo política de mudança de paradigma falhou. Isso mesmo é possível ver, na forma como o modelo é descrito nos primeiros relatórios; e depois, com a mudança de denominação para NBF⁶⁴³.

Os intermediários financeiros (bancários e não-bancários) e seus administradores sabem que podem optar por estratégias de maior risco. A presunção subjacente a todo este modelo de

⁶⁴³ “This call was heeded by the supranational community of banking regulators and was rapidly taken over by politicians. At the Seoul Summit of November 2010, the G20 decided that there was a pressing need to have an overview of the scale, scope and shape of shadow banking: With the completion of the new standards for banks, there is a potential that regulatory gaps may emerge in the shadow banking system. Therefore, we called on the FSB to work in collaboration with other international standard setting bodies to develop recommendations to strengthen the regulation and oversight of the shadow banking system by mid-2011. (G20 2010). Since then, the FSB, under the directorship of Mark Carney, former governor of the Bank of Canada and current Governor of the Bank of England, has produced a series of reports on shadow banking (FSB 2011, 2012a, 2012b, 2012c, 2013a, 2013b, 2014a, 2014b), both to inform and to propose. Below I briefly quote the definitions of shadow banking provided in these subsequent reports in order to highlight the wider reassessment of which they speak. In the first report of November 2011, shadow banking is defined as: [t]he system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system. Six months later, in April 2012, the definition is more or less the same: The ‘shadow banking system’ can broadly be described as ‘credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system’. However, the FSB have added a telling footnote, stating: It is important to note the use of the term ‘shadow banking’ is not intended to cast a pejorative tone on this system of credit intermediation. The FSB has chosen to use the term ‘shadow banking’ as this is most commonly employed and, in particular, has been used in the earlier G20 communications. Alternative terms used by some authorities or market participants include ‘market-based financing’ or ‘market-based credit intermediation’. This is the first indication that the FSB is uncomfortable with the negative connotations of ‘shadow banking’ and is aware of the existence of more neutral synonyms – ‘neutral’ of course as seen from the perspective of the banking community. In November 2012, the definition is extended with two crucial riders: The ‘shadow banking system’ can broadly be described as ‘credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system’ or non-bank credit intermediation in short. Such intermediation, appropriately conducted, provides a valuable alternative to bank funding that supports real economic activity (my emphasis). Here, shadow banking is officially equated with non-bank credit intermediation and hence rendered harmless in a rhetorical sense. Moreover, it is presented as an alternative means of financing ‘real economic activity’ and hence as the functional equivalent to credit intermediation by banks. One year later, this definition is extended: The shadow banking system can broadly be described as credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system. Intermediating credit through non-bank channels can have important advantages and contributes to the financing of the real economy, but such channels can also become a source of systemic risk, especially when they are structured to perform bank-like functions (e.g. maturity transformation and leverage) and when their interconnectedness with the regular banking system is strong. Therefore, appropriate monitoring of shadow banking helps to mitigate the build-up of such systemic risks (my emphasis). In other words, there is nothing intrinsically wrong with shadow banking (or better: non-bank credit intermediation) if ‘appropriately conducted’. And to ensure that it is ‘appropriately conducted’ the FSB will ensure ‘appropriate monitoring’. In the summer of 2014, the rhetorical transformation of shadow banking into ‘market-based finance’ was more or less complete.”. ENGELEN, EWALD (2018), Pág. 45 e 46.

negócio é a de que o Estado atuará com o ativo líquido e os recursos dos contribuintes para resgatar os intermediários. Esta presunção é tão mais verdadeira quanto mais *interconnected* ou *big to fail* esse intermediário for.

O que o Estado não pode é dispensar a disciplina de mercado. Não pode, sob pena de perpetuar um nível de risco moral inaceitável, aceitar que se torne definitiva a ideia de que a promessa de liquidez implícita se confirmará em momentos de crise. A resposta da última reforma, onde se parece assumir que o Estado será capaz de regular e supervisionar todo o mercado, está errada. Também está errado qualquer nível de formalização da garantia implícita a intermediários não-bancários.

O intervencionismo Estatal parece ser um dos resultados da GFC, perdendo-se a autonomia privada em troca do suporte implícito. Essa não parece ser uma situação desejável. O Estado não pode substituir o dever de diligência do mercado em avaliar os riscos dos ativos disponíveis e da situação de balanço dos vários intermediários financeiros. Da mesma forma, o Estado não se pode substituir aos detentores do capital dos intermediários financeiros, no seu dever de fiscalizar e tomar contas dos diretores.

A próxima crise será diferente da anterior, a GFC. A próxima crise originar-se-á de algum tipo de produto, e esse gatilho irá evidenciar as fragilidades que se vêm acentuando nos últimos anos. É provável, no entanto, que mais uma vez se origine deste modelo de negócio de *shadow banking*; e, também, que mais uma vez a questão do risco moral venha a estar em evidência. É, de resto, o risco que em 2023 observam o FMI⁶⁴⁴ e o BCE⁶⁴⁵.

⁶⁴⁴ “Although the banking sector was at the center of the recent financial turmoil, stress could also appear in other corners of the global financial system where vulnerabilities have built up over the past decade and more of extremely low rates and compressed volatility. Fragilities in the NBFIs sector stem from the use of financial leverage, poor liquidity mismatches, and high levels of interconnectedness (see the case studies in Chapter 2).”. FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2023), Pág. 15.

⁶⁴⁵ “Interconnectedness between the NBFIs and banking sectors can also give rise to vulnerabilities and financial contagion risks. Investments in banks and other financial sectors can expose non-banks to spillovers from other financial entities. Given its holdings of bank-issued debt and listed shares, the NBFIs sector is also an important source of funding for banks (Chart B.3, panel a) in Special Feature B and Chart 4.2, panel b). In particular, the investment fund sector holds almost all contingent convertible bonds issued by banks, even though such holdings comprise only 0.2% of total investment fund assets. The various direct and indirect interlinkages between different parts of the financial system can lead to spillovers in liquidity and credit risks, potentially serving to amplify asset price movements (Special Feature B). Pre-emptive measures, in the form of adequate liquidity buffers for instance, can both strengthen the resilience of the NBFIs sector against spillovers and mitigate the risk of further financial contagion.”. BANCO CENTRAL EUROPEU. (2023), Pág. 79.

6. REVISÃO CRÍTICA DA INTERVENÇÃO: EM GERAL E DO *SHADOW BANKING*

Verificou-se no capítulo 4 que um certo nível de intervenção do Estado nas atividades financeiras é necessário. O principal objetivo dessa atuação é a proteção do ativo líquido e do valor da sua relação com a moeda soberana. A intervenção sobre a atividade de intermediação financeira decorre da capacidade dos intermediários financeiros poderem potencialmente prejudicar essa relação.

Como visto no capítulo 1, a resposta à Grande Depressão motivou um grande nível de intervenção regulatória do Estado sobre as atividades de intermediação financeira. De forma similar, como verificado no capítulo 5, a resposta à GFC incluiu a aceitação de um nível de intervenção do Estado mais elevado.

6.1 Formas alternativas de ação

Neste capítulo pretende fazer-se a revisão crítica da resposta à GFC com base nos postulados expostos no capítulo 4. A referida análise é feita partindo de três autores que, genericamente, sugeriram abordagens que justificam (ou não) a intervenção Estatal nas atividades económicas. De certa forma, elas tentam oferecer uma justificação teórica para as ações fáticas a que historicamente assistimos de progressiva intervenção estatal nas atividades económicas. Apesar dos autores não falarem exatamente sobre o sector de intermediação financeira, as suas análises podem ser aplicadas a esta atividade e utilizadas como base para um modelo alternativo de tratamento da atividade.

6.1.1 A hipótese de aplicação de medidas financeiras (Pigou)

A contribuição de Pigou foi importante ao justificar as virtudes de um certo tipo de intervenção do Estado na economia. Não se trata de uma intervenção massiva, e muito menos

permanente. Mas antes o reconhecimento de que nem toda a ação privada dos agentes económicos beneficia a sociedade como um todo⁶⁴⁶.

A teoria clássica partia dessa premissa: que a ação egoísta de um agente acabaria por beneficiar a sociedade. Ao procurar maximizar o seu interesse próprio, o agente acaba por prover as necessidades dos demais agentes da economia. Pigou, porém, observa que esta premissa não é necessariamente verdadeira em todas as circunstâncias.

⁶⁴⁶ “Certain optimistic followers of the classical economists have suggested that the “free play of self-interest,” if only Government refrains from interference, will automatically cause the land, capital and labour of any country to be so distributed as to yield a larger output and, therefore, more economic welfare than could be attained by any arrangement other than that which comes about “naturally.” Even Adam Smith himself, while making an exception in favour of State action in “erecting and maintaining certain public works and certain public institutions, which it can never be for the interests of any individual, or small number of individuals, to erect and maintain,” lays it down that “any system which endeavours, either by extraordinary encouragements to draw towards a particular species of industry a greater share of the capital of the society than what would naturally go to it; or by extraordinary restraints to force from a particular species of industry some share of the capital which would otherwise be employed in it...retards, instead of accelerating, the progress of the society towards real wealth and greatness, and diminishes, instead of increasing, the real value of the annual produce of its land and labour.” It would, of course, be unreasonable to interpret this passage in any abstract or universal sense. Adam Smith had in mind the actual world as he knew it, with an organised system of civilised government and contract law. (...) More generally, when one man obtains goods from another man, he is conceived to obtain them by the process, not of seizure, but of exchange in an open market, where the bargainers on both sides are reasonably competent and reasonably cognisant of the conditions. There is ground, however, for believing that even Adam Smith had not realised fully the extent to which the System of Natural Liberty needs to be qualified and guarded by special laws, before it will promote the most productive employment of a country's resources. It has been said by a recent writer that “the working of self-interest is generally beneficent, not because of some natural coincidence between the self-interest of each and the good of all, but because human institutions are arranged so as to compel self-interest to work in directions in which it will be beneficent.” Thus, though it is, apart from any institutions, to the interest of each individual that all individuals, including himself, should refrain from thieving rather than that all should thieve, it would not be to the interest of any one that he personally should refrain from thieving, unless either, by so doing, he could induce others to follow his example—which he could not do—or there was a law or other sanction imposing penalties for theft. This kind of coercive legal device for directing self-interest into social channels is well illustrated by the limitations which some civilised States impose upon the absolute powers of owners of property—such limitations as the Bavarian rule forbidding owners of forests to exclude pedestrians from their land, the French and American rules restraining a man from setting fire to his own house, and the practice prevalent in all countries of expropriating private owners where their expropriation is urgently required in the general interest. It is further illustrated by the attitude of the law of modern nations towards types of contract—gambling debts, contracts in restraint of trade, agreements for contracting-out of certain legal obligations—which are deemed contrary to public policy and are, therefore, treated by the courts as void. This adjustment of institutions to the end of directing self-interest into beneficial channels has been carried out in considerable detail. But even in the most advanced States there are failures and imperfections. We are not here concerned with those deficiencies of organisation which sometimes cause higher non-economic interests to be sacrificed to less important economic interests. Over and above these, there are many obstacles that prevent a community's resources from being distributed among different uses or occupations in the most effective way. The study of these constitutes our present problem. That study involves some difficult analysis. But its purpose is essentially practical. It seeks to bring into clearer light some of the ways in which it now is, or eventually may become, feasible for governments to control the play of economic forces in such wise as to promote the economic welfare, and, through that, the total welfare, of their citizens as a whole.”. PIGOU, ARTHUR CECIL (1932), Pág.75 e 76.

Assim, o autor distingue entre o produto privado e o produto social obtido através da atividade económica⁶⁴⁷. Nos primeiros, os agentes privados e a sociedade beneficiariam daquela atividade. Já nos segundos, os agentes privados continuam a beneficiar dos efeitos positivos, enquanto os efeitos negativos (custos) são absorvidos pela sociedade⁶⁴⁸. Por isso torna-se também relevante a distinção entre dois tipos de efeitos sociais das atividades económicas privadas dos agentes: os positivos e os negativos⁶⁴⁹.

Gera-se, nesta dicotomia, uma questão distributiva. Reconhece-se que o nível do produto nacional é só um; mas que este pode representar diversas distribuições entre as diversas parcelas da sociedade. Essa diferença pode ser, então, colmatada pela redistribuição dos recursos de forma a maximizar o produto nacional⁶⁵⁰.

O Estado aparece como a figura política capaz de realizar essa transferência de recursos entre usos. Dessa forma o Estado está numa posição de maximizar o produto e, com isso, o bem-estar da sociedade. Pigou entende, no entanto, que estas medidas de intervenção estatal

⁶⁴⁷ “Concerned as we are with the national dividend as a continuing flow, we naturally understand by the resources directed to making it, not a stock of resources, but a similarly continuing flow; and we conceive the distribution of these resources among different uses or places on the analogy, not of a stagnant pond divided into a number of sections, but rather of a river divided into a number of streams. (...) That purpose is to provide a suitable definition for the concepts which are fundamental throughout this Part, namely, the value of marginal private and the value of the marginal social net product. The essential point is that these too must be conceived as flows—as the result per year of the employment per year of the marginal increment of some given quantity of resources.”. Idem, ibidem, Pág 77.

⁶⁴⁸ “§ 3. The source of the general divergences between the values of marginal social and marginal private net product that occur under simple competition is the fact that, in some occupations, a part of the product of a unit of resources consists of something, which, instead of coming in the first instance to the person who invests the unit, comes instead, in the first instance (i.e. prior to sale if sale takes place), as a positive or negative item, to other people. These other people may fall into any one of three principal groups: (1) the owners of durable instruments of production, of which the investor is a tenant; (2) persons who are not producers of the commodity in which the investor is investing; (3) persons who are producers of this commodity.”. Idem, ibidem, Pág 102.

⁶⁴⁹ “§ 5. So much being understood, we have next to distinguish precisely between the two varieties of marginal net product which I have named respectively social and private. The marginal social net product is the total net product of physical things or objective services due to the marginal increment of resources in any given use or place, no matter to whom any part of this product may accrue. It might happen, for example, as will be explained more fully in a later chapter, that costs are thrown upon people not directly concerned, through, say, uncompensated damage done to surrounding woods by sparks from railway engines. All such effects must be included—some of them will be positive, others negative elements—in reckoning up the social net product of the marginal increment of any volume of resources turned into any use or place. Again an increase in the quantity of resources employed by one firm in an industry may give rise to external economies in the industry as a whole and so lessen the real costs involved in the production by other firms of a given output. Everything of this kind must be counted in. For some purposes it is desirable to count in also indirect effects induced in people's tastes and in their capacity to derive satisfaction from their purchases and possessions.”: Idem, ibidem, Pág 78 e 79.

⁶⁵⁰ “Whenever, therefore, the value of the marginal social net product of resources is less in any one use than it is in any other, the money measure of satisfaction in the aggregate can be increased by transferring resources from the use where the value of the marginal social net product is smaller to the use where it is larger. It follows that, since, ex hypothesi, there is only one arrangement of resources that will make the values of the marginal social net products equal in all uses, this arrangement is necessarily the one that makes the national dividend, as here defined, a maximum.”. Idem, ibidem, Pág. 80.

devem ser temporárias e casuísticas⁶⁵¹, variar de acordo com as condições do mercado (monopólio, oligopólio ou concorrência),⁶⁵² e devem ser implementadas através da política fiscal do Estado⁶⁵³.

A intervenção do Estado sobre as atividades do sector de intermediação financeira (bancária e não-bancária) pode ser justificada nos termos propostos por Pigou. As externalidades negativas provocadas pelo modelo de negócio descrito no capítulo 2 não são internalizadas pelos agentes que atuam no mercado de intermediação financeira. Este é um exemplo contemporâneo similar às externalidades negativas de certas atividades analisadas

⁶⁵¹ “§ 5. These considerations show that, even though the values of marginal social net products were every where equal or differed only in ways “justified” by the costs of movement, there might still be scope for State action designed to increase the magnitude of the national dividend and augment economic welfare. Benefit might be secured by a temporary bounty (or temporary protection) so arranged as to jerk the industrial system out of its present poise at a position of relative maximum, and induce it to settle down again at the position of absolute maximum—the highest hilltop of all. This is the analytical basis of the argument for the temporary protection, or other encouragement, of infant industries; and, if the right infants are selected, the right amount of protection accorded, and this protection removed again at the right time, the argument is perfectly valid. Benefit might also be secured by a permanent bounty at a different rate from that contemplated above, so arranged as to force the industrial system from the summit of the hill-top on which it is found to any position, that overtops its present site, on the slope of a higher hill. The conditions in which bounties are likely to have this effect, rather than that of shifting the economic system to a different position on the hill that it is on already, are somewhat special. But it can be proved that, in certain states of demand and supply, some rates of bounty must have this effect.” Idem, *ibidem*, Pág 82 e 83.

⁶⁵² “When there is a divergence between these two sorts of marginal net products, self-interest will not, therefore, tend to make the national dividend a maximum; and, consequently certain specific acts of interference with normal economic processes may be expected, not to diminish, but to increase the dividend. It thus becomes important to inquire in what conditions the values of the social net product and the private net product of any given (rth) increment of investment in an industry are liable to diverge from one another in either direction. There are certain general sorts of divergence that are found even under conditions of simple competition, certain additional sorts that may be introduced under conditions of monopolistic competition, and yet others that may be introduced under conditions of bilateral monopoly.”. Idem, *ibidem*, Pág 101.

⁶⁵³ “It follows that, under conditions of simple competition, for every industry in which the value of the marginal social net product is greater than that of the marginal private net product, there will be certain rates of bounty, the granting of which by the State would modify output in such a way as to make the value of the marginal social net product there more nearly equal to the value of the marginal social net product of resources in general, thus—provided that the funds for the bounty can be raised by a mere transfer that does not inflict any indirect injury on production—increasing the size of the national dividend and the sum of economic welfare; and there will be one rate of bounty, the granting of which would have the optimum effect in this respect. In like manner, for every industry in which the value of the marginal social net product is less than that of the marginal private net product, there will be certain rates of tax, the imposition of which by the State would increase the size of the national dividend and increase economic welfare; and one rate of tax, which would have the optimum effect in this respect. These conclusions, taken in conjunction with what has been said in the preceding paragraphs, create a presumption in favour of State bounties to industries in which conditions of decreasing supply price simpliciter are operating, and of State taxes upon industries in which conditions of increasing supply price from the standpoint of the community are operating. They do not, of course, create a presumption in favour of fiscal interference with industries selected at haphazard or operated through rates of bounty or tax so selected. It is true that particular drugs consumed in particular quantities at particular times may cure diseases; but it is no less true that the consumption of drugs in general in a miscellaneous manner is highly injurious to health.”. Idem, *ibidem*, Pág. 129.

pelo autor, à época⁶⁵⁴, e que reflete os conflitos relatados nos capítulos 2 e 4 entre os incentivos privados e os objetivos coletivos. A correção desse desequilíbrio pode ser feita pela aplicação de uma medida de política fiscal (aplicação de medida financeira) que restabeleça o equilíbrio entre os benefícios privados e os sociais.

A própria regulação sobre requisitos de capital dos intermediários bancários, ao significar a aplicação de um custo financeiro acrescido no exercício da atividade (seja mediante o custo associado à reserva de requisitos de capital; sejam os próprios custos de operação acrescidos para cumprimento das normas) pode ser encarado como a utilização de uma medida financeira para a internalização de externalidades negativas.

⁶⁵⁴ “Corresponding to the above investments in which marginal private net product falls short of marginal social net product, there are a number of others, in which, owing to the technical difficulty of enforcing compensation for incidental disservices, marginal private net product is greater than marginal social net product. Thus, incidental uncharged disservices are rendered to third parties when the game-preserving activities of one occupier involve the overrunning of a neighbouring occupier's land by rabbits—unless, indeed, the two occupiers stand in the relation of landlord and tenant, so that compensation is given in an adjustment of the rent. They are rendered, again, when the owner of a site in a residential quarter of a city builds a factory there and so destroys a great part of the amenities of the neighbouring sites; or, in a less degree, when he uses his site in such a way as to spoil the lighting of the houses opposite: or when he invests resources in erecting buildings in a crowded centre, which, by contracting the air space and the playing-room of the neighbourhood, tend to injure the health and efficiency of the families living there. Yet again, third parties—this time the public in general—suffer incidental uncharged disservices from resources invested in the running of motor cars that wear out the surface of the roads. The case is similar—the conditions of public taste being assumed—with resources devoted to the production and sale of intoxicants. To enable the social net product to be inferred from the private net product of the marginal pound invested in this form of production, the investment should, as Mr. Bernard Shaw observes, be debited with the extra costs in policemen and prisons which it indirectly makes necessary. Exactly similar considerations hold good in some measure of foreign investment in general. For, if foreigners can obtain some of the exports they need from us by selling promises, they will not have to send so many goods; which implies that the ratio of interchange between our exports and our imports will become slightly less favourable to us. For certain sorts of foreign investments more serious reactions come into account. Thus, when the indirect effect of an increment of investment made abroad, or of the diplomatic manoeuvres employed in securing the concession for it, is an actual war or preparations to guard against war, the cost of these things ought to be deducted from any interest that the increment yields before its net contribution to the national dividend is calculated. When this is done, the marginal social net product even of investments, which, as may often happen in countries where highly profitable openings are still unworked and hard bargains can be driven with corrupt officials, yield a very high return to the investors, may easily turn out to be negative. Yet again, when the investment consists in a loan to a foreign government and makes it possible for that government to engage in a war which otherwise would not have taken place, the indirect loss which Englishmen in general suffer, in consequence of the world impoverishment caused by the war, should be debited against the interest which English financiers receive. Here, too, the marginal social net product may well be negative. Perhaps, however, the crowning illustration of this order of excess of private over social net product is afforded by the work done by women in factories, particularly during the periods immediately preceding and succeeding confinement; for there can be no doubt that this work often carries with it, besides the earnings of the women themselves, grave injury to the health of their children. The reality of this evil is not disproved by the low, even negative, correlation which sometimes is found to exist between the factory work of mothers and the rate of infantile mortality. For in districts where women's work of this kind prevails there is presumably—and this is the cause of the women's work—great poverty. This poverty, which is obviously injurious to children's health, is likely, other things being equal, to be greater than elsewhere in families where the mother declines factory work, and it may be that the evil of the extra poverty is greater than that of the factory work. This consideration explains the statistical facts that are known. They, therefore, militate in no way against the view that, other things equal, the factory work of mothers is injurious. All that they tend to show is that prohibition of such work should be accompanied by relief to those families whom the prohibition renders necessitous.”. Idem, *ibidem*, Pág. 108 e 109.

De qualquer forma, a proposta de Pigou é tentadora. Ela confere poder aos agentes políticos, sugerindo que a sua ação é desejada e suficiente para corrigir determinados desequilíbrios em favor do interesse coletivo. É por isso que é essencial reiterar os limites a essa intervenção que o próprio autor identificou (circunstancial e temporária). Ainda assim, e naturalmente, traz consigo as dificuldades inerentes à escolha coletiva e à identificação das preferências individuais⁶⁵⁵.

6.1.2 A hipótese da ausência de regulação (Coase)

Se Pigou desafiou a doutrina dominante da não-intervenção estatal sobre as atividades do Estado, Coase retomou a premissa da doutrina clássica. Em linhas gerais, o que Coase defendia era a noção de que os processos de barganha seriam normalmente suficientes para alcançar a eficiência na economia. A questão distributiva era resolvida pelo mercado, sem necessidade da aplicação de uma medida financeira externa. A composição financeira seria naturalmente alcançada pelos agentes. Nesse sentido, até a intervenção legislativa, por exemplo, seria sempre preterida pelos agentes se não correspondesse ao arranjo mais eficiente. Os agentes (racional e procurando a máxima satisfação das suas necessidades) iriam ser capazes de alcançar a solução mais eficiente. Apesar do que dispusesse a Lei⁶⁵⁶.

⁶⁵⁵ “The upshot of all this is that Pigou was right after all, in a very important way. Pigou at least recognized that if we wish to rely on the market to produce an efficient result—that is, if we are going to attempt to deduce the efficiency of the result from the traditional assumptions about individual behavior—then some government intervention is required in order to equate marginal private and marginal social cost. On the other hand, Pigou overlooked, or at least did not draw attention to, a very important feature of the problem, which Coase did draw attention to. That feature is that most externalities are, in Coase’s words, “reciprocal.” Which is to say, it is very likely that the damage done is affected not by the decisions of one individual alone, but by the decisions of many. The reciprocal nature of most externalities means that Pigou considerably underestimated the difficulty of finding regulatory (tax-subsidy) schemes which would guarantee internalization. In the rancher farmer case, it will not do just to have the rancher pay damages to the farmer, because then the farmer will have no incentive to take into account the effect of his own decisions on the damage. In general to set up an appropriate tax-subsidy scheme might require as much information on the part of the regulating agency as would be required for centralized decision-making. The market-mechanism-plus-regulation, then, is no certain high road to efficiency. 15 As to invariance, if we do rely on the market-mechanism-plus regulation, and if we are fortunate enough to achieve an efficient equilibrium, then there is every reason to believe that different regulatory schemes will produce different efficient equilibria.”. REGAN, DONALD H. (1972), Pag 436 e 437.

⁶⁵⁶ “That in a world of perfect competition, perfect information, and zero transaction costs, the allocation of resources in the economy will be efficient and will be unaffected by legal rules regarding the initial impact of costs resulting from externalities. Note that there are two claims being made, which it is well to separate for purposes of discussion. The first claim is that, under the conditions described, some efficient allocation of resources will be achieved, whatever the legal rule. The second claim is that, under those conditions, the same efficient allocation will be achieved, whatever the legal rule. I shall refer to the first claim as the “efficiency” thesis and to the second claim as the “invariance” thesis of the Coase Theorem.”. Idem, ibidem, Pág 427.

Dessa forma, desafia a concepção de que toda e qualquer medida para resolver as divergências entre os produtos privado e social estaria justificada⁶⁵⁷. Para Coase as propostas de intervenção podem ser fonte de ineficiência na economia; sendo pouco analisado, na sua opinião, o resultado de determinada intervenção estatal em sectores da economia. Coase destaca mesmo as eventuais distorções causada pela intervenção através da política fiscal na operação eficiente do mercado, uma das propostas mais marcantes de Pigou⁶⁵⁸.

Este posicionamento neoclássico justifica a razão pela qual o Estado não deve interferir na economia, por princípio⁶⁵⁹. Mas oferece, igualmente, uma alternativa de abordagem distinta e baseada num modelo empresarial de custo de oportunidade associado às decisões

⁶⁵⁷ “It is my belief that the failure of economists to reach correct conclusions about the treatment of harmful effects cannot be ascribed simply to a few slips in analysis. It stems from basic defects in the current approach to problems of welfare economics. What is needed is a change of approach. Analysis in terms of divergencies between private and social products concentrates attention particular deficiencies in the system and tends to nourish the belief that any measure which will remove the deficiency is necessarily desirable. It diverts attention from those other changes in the system which are inevitably associated with the corrective measure, change which may well produce more harm than the original deficiency.”. COASE, RONALD H. (1960), Pág 43.

⁶⁵⁸ “If the factory owner is to be made to pay a tax equal to the damage caused, it would clearly be desirable to institute a double tax system and to make residents of the district pay an amount equal to the additional cost incurred by the factory owner (or the consumers of his products) in order to avoid the damage. In these conditions, people would not stay in the district or would take other measures to prevent the damage from occurring, when the costs of doing so were less than the costs that would be incurred by the producer to reduce the damage (the producer’s object, of course, being not so much to reduce the damage as to reduce the tax payments). A tax system which was confined to a tax on the producer for damage caused would tend to unduly high costs being incurred for the prevention of damage. Of course this could be avoided if it were possible to base the tax, not on damage caused, but on the fall in the value of production (in its widest sense) resulting from the emission of smoke. But to do so would require a detailed knowledge of individual preferences I am unable to imagine how the data needed for such a taxation system could be assembled. Indeed, the proposal to solve the smoke-pollution and similar problems by the use of taxes bristles with difficulties: the problem of calculation, the difference between average and marginal damage, the interrelations between the damage suffered on different properties, etc. But it is unnecessary to examine these problems here. It is enough for my purpose to show that even if the tax is exactly adjusted to equal the damage that would be done to neighboring properties as a result of the emission of each additional puff of smoke, the tax would not necessarily bring about optimal conditions. An increase in the number of people living or of business operating in the vicinity of the smoke-emitting factory will increase the amount of harm produced by a given emission of smoke. The tax that would be imposed would therefore increase with an increase in the number of those in the vicinity. This will tend to lead to a decrease in the value of production of the factors employed by the factory, either because a reduction in production due to the tax will result in factors being used elsewhere in ways which are less valuable, or because factors will be diverted to produce means for reducing the amount of smoke emitted. (...) Without the tax, there may be too little smoke and too many people in the vicinity of the factory; but with the tax there may be too little smoke and too many people in the vicinity of the factory. There is no reason to suppose that one of these results is necessarily preferable.”. Idem, ibidem, Pág 41 e 42.

⁶⁵⁹ “The kind of situation which economists are prone to consider as requiring correct Government action is in fact, often the result of Government action. Such action is not necessarily unwise. But there is a real danger that extensive Government intervention in the economic system may lead to the protection of those responsible for harmful effects being carried too far.”. Idem, ibidem, Pág 28.

económicas⁶⁶⁰. No exemplo da intermediação financeira, equivale a dizer que os intermediários financeiros agiriam para evitar e corrigir situações de desequilíbrio nos meios de pagamento.

A solução proposta por Coase tem o problema de assumir como padrão de comportamento aquele atribuído ao *Homo Economicus*⁶⁶¹. O agente económico real, porém, não é tão racional ao tomar as suas decisões (ou utiliza padrões de racionalidade subjetivos, que lhe são específicos)⁶⁶². Da mesma forma, o seu espectro de interesses e objetivos é muito mais variado. Por isso, assumir que o processo de barganha é suficiente para a composição entre os agentes não parece a melhor solução⁶⁶³.

No mesmo sentido, Coase falha ao ignorar que o processo legal é o resultado de um processo político. Que esses processos visam compor interesses decorrentes da posição inicial onde se encontram os agentes. Ignorar essa posição inicial e a posição da lei, assumindo que o

⁶⁶⁰ *Economists who study problems of the firm habitually use an opportunity cost approach and compare the receipts obtained from a given combination of factors with alternative business arrangements. It would seem desirable to use a similar approach when dealing with questions of economic policy and to compare the total product yielded by alternative social arrangements.* Idem, ibidem Pág. 43.

⁶⁶¹ "Em seu livro clássico sobre a teoria económica, *Mathematical psychics*, o notável economista Francis Edgeworth, talvez o principal teórico da economia no final do século XIX, falou sobre uma dicotomia interessante entre o pressuposto do comportamento humano sobre o qual a sua análise económica foi baseada (em comum com a tradição da economia em curso) e sua própria opinião sobre a verdadeira natureza do comportamento individual. Edgeworth observou que "o primeiro princípio da economia é que cada agente é movido apenas pelo autointeresse". Ele não se afastaria desse princípio, pelo menos em sua teoria formal, apesar de acreditar que os seres humanos contemporâneos fossem, "na sua maioria, egoístas impuros, utilitaristas mistos". Se nos incomoda um pouco o facto de que um economista tão importante tenha gastado tanto tempo da sua vida e poder de análise no desenvolvimento de uma linha investigação cujo "primeiro princípio" ele acreditava ser falso, a experiência da teoria económica no século seguinte nos deixou um pouco mais habituados a essa particular dissonância entre crença e pressuposto. A pressuposição do ser humano como completamento egoísta passou a imperar em grande parte da teoria económica dominante, enquanto muitos dos grandes profissionais da disciplina também manifestaram suas sérias dúvidas sobre a veracidade dessa pressuposição.". SEN, AMARTYA (2011), Pág. 217.

⁶⁶² "Recall that economists' great claim is that they are about description (i.e. pure science) rather than prescription (which is left to ethics, politics, philosophy, religion and others). In this sense, the message from the fable of the Ant and the Grasshopper is not a problem for economics if people are as hopeless at questioning their objectives as Aesop's insects (although if this is so people are defective even if economics is not). However, if we all have the capacity to reason, occasionally, that our current desires are dumb and not worth acting on, then the theory has a problem because we may choose to behave in a manner that does not currently our current objectives. So the theory will not be able to explain our behaviour unless it has something to say about which objectives people are likely to reject as irrational. But this is something that economics has consciously chosen not to do; indeed the notion of rational or irrational objectives is not part of the economic way of thinking.". VAROUFAKIS, YANIS (1998), Pág. 100.

⁶⁶³ "I do not mean to assert categorically that rational individuals faced with zero transaction costs will fail to reach a Pareto-optimum, although I have suggested what I consider a good reason for thinking this might often be the case. What I do emphasize is that we have no basis for the claim that a Pareto-optimum will be achieved, since we are offered no model of individual behavior. There are some bargaining models we might consider, such as Harsanyi's, but to investigate them would take us considerably afield. I am not aware of any bargaining model which has the features that have made the competitive market model the main tool of price theorists and welfare economists, namely that the existence and efficiency of equilibria can be deduced from assumptions about technology and individual behavior which are fairly plausible on the whole.". REGAN, DONALD H. (1972), Pág. 431.

processo de barganha será feito apesar da lei, é desconsiderar a força da posição assumida no direito (e como ela acaba por guiar os indivíduos)⁶⁶⁴. Finalmente, é também não levar em conta que a lei pode mudar, no futuro; e que essa mudança legislativa possa alterar as posições de barganha dos agentes⁶⁶⁵.

Em último lugar, Coase parece basear-se em demasia sobre uma solução de mercado. Não porque ela não seja um mecanismo adequado; mas por que ignora a evidência de que, ao recorrer à lei para resolver uma questão distributiva, fica demonstrada a insuficiência da solução de mercado para aquela questão específica (pelo menos em princípio)⁶⁶⁶. Em defesa do autor, no entanto, devemos estar sempre atentos ao abuso do seu mandato pelos agentes da ação política; e de como essa intervenção pode modificar os incentivos a uma solução de composição

⁶⁶⁴ “Will the allocation be the same, whatever the legal rules? This question we cannot answer, on the basis of the a priori argument, since the a priori argument says nothing about what efficient allocation will be achieved in any bargaining situation, and since it gives us no explicit model of individual behavior from which we might hope to find out. If we adopt the a priori argument for the Coase Theorem, part of the Theorem becomes undecidable, since the allocation of resources resulting from any given legal situation is incompletely specified. Of course, if instead of the a priori argument we were operating with a specific bargaining model, then we might decide the truth or falsity of the invariance claim. It could be suggested that in a plausible bargaining model the outcome of any negotiation ought to reflect to some extent our intuitive evaluation of the strength of the parties' bargaining positions; and it could also be suggested that legal rules are an important determinant of the strength of the parties' bargaining positions; 9 in which case we would expect the invariance claim to be false. In other words, one of the criteria for the plausibility of a bargaining model might be that it falsify the invariance thesis (at least if the model is sufficiently sophisticated so that the invariance thesis can be investigated). The main point, though, is that without a model, the a priori argument tells us nothing about the invariance claim one way or the other.”. Idem, ibidem Pág. 431 e 432.

⁶⁶⁵ “Even if Coase's argument is good in the short run, and a change of legal rule does not alter the efficient allocation of resources, there will be changes in the long run. If the original legal rule specified that the rancher was liable, and the new legal rule specifies that the farmer is liable, then after the change of rule the rancher will not be paying some damages he was paying before, and the farmer will be paying a bribe he was not paying before. The rancher, then, will be earning a positive profit, and the farmer a negative profit (since by assumption the original position was a perfectly competitive equilibrium). The ordinary consequence of this profit disequilibrium will be the allocation of new resources to ranching, and the exit of resources from farming. In the long run, then, the allocation of resources will change. The argument I have just made is not novel. It was put forward by Calabresi some years ago. 10 Unfortunately, Calabresi recanted in the later comment on the Coase Theorem from which we have already quoted. His answer to his own original argument was, essentially, that, given Coase's assumptions, “the same type of transactions which cured the short run misallocation would also occur to cure the long run ones.” This implicitly assumes that the long-run changes brought about by the alteration of the legal rule are “misallocations,” which require to be cured. But on the face of it we have no reason for thinking they are anything of the kind. It is well known that different efficient competitive equilibria correspond to different distributions of wealth. Even granting, then, that the allocation before the change of legal rule was efficient, and that the allocation after the change must also be efficient, there is no reason to assume they must be the same, if the change of legal rule effected a redistribution of wealth, as there is every reason to suppose it did.”. Idem, ibidem, Pág. 432 e 433.

⁶⁶⁶ Second, and more important, once we realize that the legal rule affects (or, if we rely on bargaining, presumably affects) the allocation of resources and the distribution of welfare even granting Coase's assumptions, we will not be tempted to speak as if the only function, or even the primary function, of legal rules when there are transaction costs is to help us approach some unique optimum which would exist if only transactions were costless. If there are externalities, then there are decisions to be made about the distribution of welfare even if we assume an “initial distribution of wealth” which is specified in every other respect than the rules concerning externalities. Idem, ibidem, Pág. 437.

eficiente. Como referido no capítulo 4, a disciplina de mercado deve ser a principal ferramenta de disciplina e contenção de fragilidade.

Numa primeira análise, poderia dizer-se que tanto os acontecimentos da Grande Depressão como da GFC foram uma evidência de que nem sempre o mercado consegue ponderar os seus incentivos privados com os objetivos sociais (como visto no capítulo 2): antes (justificando a regulação, supervisão e as medidas financeiras) e após o início da crise (justificando a função de *Lender of Last Resort*). Afinal, se tivesse funcionado e soluções ótimas de mercado tivessem sido implementadas pelo processo de composição dos agentes, a crise financeira não teria sequer chegado a ocorrer em ambos os casos. Ou os agentes poderiam limitar os seus efeitos, pelo reajustamento da sua posição. Em vez disso, o que se teve foi uma resposta descoordenada dos agentes, privilegiando os seus incentivos privados. Neste sentido, estaria justificada a intervenção estabilizadora do Estado, como visto nos capítulos 3 e 4.

Por outro lado, e sobre a GFC, não pode ser ignorado que o modelo de negócio dos intermediários financeiros era diretamente influenciado pelos agentes estatais. Como descrito no capítulo 2, a intermediação financeira beneficia do *public backstop* como descrito nos capítulos 3 e 4. Ele é essencial para a existência e funcionamento do sistema, e foi inicialmente criado após a Grande Depressão. Adicionalmente, tem um efeito direto nos incentivos e decisões dos agentes (bancários e não-bancários) quando transacionam no mercado de intermediação financeira. Pode ser argumentado, por isso, que a intervenção Estatal prejudicaria a aplicação da disciplina do mercado na determinação das posições dos agentes nas suas composições; e que esse facto, por conseguinte, afetaria decisivamente a eficiência dos desenlaces e resultados obtidos nessas composições de barganha.

Em suma, fica evidente a insuficiência da solução de depender apenas do resultado das composições entre os agentes (que podem ser negativamente influenciadas, até, pelos comportamentos dos entes estatais). Mas isso não significa dispensar a ideia de disciplina de mercado que lhe subjaz. Essa ideia é uma ferramenta importante, e a base para a intervenção pontual do Estado na defesa do ativo líquido (como visto no capítulo 4).

6.1.3 A hipótese da regulação (perspetiva dos custos de Calabresi)

Ao contrário dos dois autores anteriores, Calabresi é um jurista e a sua preocupação é distinta daquela professada pelos dois economistas aqui estudados. Aqueles estão preocupados

com a discussão económica, e dos seus efeitos num determinado modelo. Calabresi preocupa-se com os efeitos legais e práticos dessa discussão.

Ele próprio esclarece que o direito não tem o privilégio de poder deixar de agir. Utilizando o exemplo dos casos de responsabilidade civil levados a tribunal, Calabresi expõe a evidência de que nesse momento o mundo jurídico tem de compor determinada situação. Ele refuta, até, a premissa de Coase de que a composição das partes é sempre possível e eficiente. O direito age e é necessário exatamente nesses casos, onde a composição das partes não é possível⁶⁶⁷. Mais do que isso, Calabresi reconhece que esta discussão, na verdade, não pertence exatamente nem à economia e nem ao direito. Ela acaba por se fazer tendo em conta valores e escolhas individuais⁶⁶⁸. Numa interpretação livre, pode dizer-se que corresponde ao tipo de decisões políticas.

A justificação da intervenção, para Calabresi, está relacionada com os custos envolvidos. Admitindo que não existe uma resposta inequívoca sobre em que situação deverá haver intervenção legislativa, o autor defende que a análise acerca de qual das duas alternativas utilizar (intervenção ou não intervenção) deve ter como critério o menor custo para a coletividade. Calabresi entende que, na verdade, o maior contributo de Coase está nas ferramentas propostas para que essa análise seja efetuada⁶⁶⁹.

⁶⁶⁷ “The conclusion is that Coase's analysis, read as a kind of Say's law of welfare economics, gives us an admirable tool for suggesting what kind of empirical data would be useful in making resource allocation decisions, and for indicating what kinds of guesses are likely to be justifiably made in the absence of convincing data. Some may take Coase's analysis to suggest that little or no government intervention is usually the best rule. My own conclusions are quite different. His analysis, combined with common intuitions or guesses as to the relative costs of transactions, taxation, structural rules and liability rules, can go far to explain various types of heretofore inadequately justified governmental actions. This is especially so if one considers the relevance of goals other than resource allocations to those situations where inadequate data makes resource allocations an unsatisfactory guide. Perhaps more precise data will some day prove some of these interventions to be improper from the standpoint of resource allocation. Then we shall have to choose, as we often do, between the bigger pie and other aims. Coase's analysis certainly suggests situations where this has been done. Its principal importance lies, however, in helping to delineate those areas of uncertainty where more facts would help us make better resource allocation judgments, and where, at least in the absence of more facts, the lawyer must be guided by guess work as to what the facts are and by goals other than resource allocations in suggesting workable solutions for problems which cannot wait till all the facts are in.”. CALABRESI, GUIDO (1968), Pág 73.

⁶⁶⁸ “As Frank H. Knight has so often emphasized, problems of welfare economics must ultimately dissolve into a study of aesthetics and morals.”. COASE, RONALD H. (1960), Pág 43.

⁶⁶⁹ “This in turn suggests another factor in the decision. Suppose we are not sure whether rubber bumpers or wearing fluorescent clothing is the “cheapest way” of handling the car-pedestrian accident problem. In this case it may become necessary to consider the following question: Is an erroneous placing of liability on car owners or an erroneous placing of liability on pedestrians more likely to be corrected in the market? Whether car owners (or car makers) can bribe pedestrians more cheaply than pedestrians can bribe car owners or makers, becomes the relevant issue. Similarly, it becomes crucial to decide whether an error brought about by a “liability rule” is more subject to market correction than an error resulting from a law requiring a particular type of rubber bumper.”. CALABRESI, GUIDO (1968), Pág. 72 e 73.

Como bem identificou Calabresi, o problema desta análise prende-se com o seu tempo. As decisões sobre a intervenção, neste caso nas atividades de intermediação financeira, decidem-se num momento anterior ao da verificação dos custos. Como referido acima, o direito precisa intervir. Mas corre-se o risco que essa intervenção seja excessiva ou, até mesmo, errada. Ainda que as ferramentas de análise económica e financeira possam ajudar, apenas a realidade vai expor claramente a correção das escolhas feitas.

Por outro lado, a escolha sobre a intervenção está diretamente relacionada aos custos decorrentes da intervenção ou não intervenção. No entanto, a quantificação desses custos é usualmente difícil. Numa perspetiva, porque depende da contabilidade de custos de oportunidade, lucros cessantes, enfim, da análise (mais ou menos) especulativa de cenários hipotéticos. Noutra, porque mesmo em cenários reais é, por vezes, difícil de quantificar os custos efetivos decorrentes de uma ou outra abordagem

Da mesma forma, as externalidades negativas para a sociedade em crises financeiras são usualmente consideráveis. No entanto, é quase impossível perceber, antes ou no momento de crise, qual o seu custo total (somando apoios diretos de política monetária, política fiscal, perdas decorrentes da atividade económica, entre outros relevantes). Igualmente, é difícil distinguir quais os benefícios privados e a externalidades negativas decorrentes da atividade de intermediação financeira, para aferir a necessidade de intervenção distributiva, tanto nos momentos prévios, contemporâneos e/ou subsequentes ao momento de crise... Um exemplo prático desta dificuldade relaciona-se com a questão da estrutura de estabilização financeira introduzida nos EUA após a GFC. A precificação de custos, riscos, e outros fatores, não é distinta tendo em conta a existência desta estrutura? E isso não influencia conceitos como o de solvência? A resposta para ambas as perguntas parece positiva.

No modelo de negócio de *shadow banking* Essa dificuldade traduz-se na ponderação entre o benefício económico que o modelo aporta à sociedade, e os custos que a situação de crise eventualmente causada pode acarretar. Algo bastante difícil de quantificar.

6.2 O atual paradigma de intervenção

No capítulo 1 fez-se um breve relato histórico da evolução das atividades de intermediação financeira. Vistas as mudanças implementadas após a GFC, pretende-se agora retomar a descrição da evolução do sistema de intermediação financeira e suas atividades. O objetivo deste título é destacar os aspetos fundamentais do atual paradigma regulatório,

resultante dessa grande intervenção em resposta à GFC. A conclusão é de que não houve uma grande rutura em relação ao modelo vigente desde 1970/1980. Isso verifica-se em dois aspetos fundamentais: separação entre atividades de intermediação e foco na regulação do balanço do intermediários bancários. A essas duas características devem ser aportadas duas outras tendência que, não sendo novas, confirmaram-se e acentuaram-se.

6.2.1 Características do modelo pré-GFC que foram confirmadas

Sobre os aspetos que subsistiram, em primeiro lugar cabe referir a continuação da mera separação formal entre atividades de intermediação. Concluiu-se que na Grande Depressão existiu um pico de intervenção do Estado nas atividades de intermediação financeira. Essa intervenção foi sendo progressivamente relaxada a partir da década de 1970 e até à GFC. A grande mudança decorrente desse relaxamento foi a criação de modelos de negócio similares ao período anterior a 1914, marcados pela interligação entre os dois sectores de intermediação financeira. Essa separação criada, artificial mas material, foi um dos resultados da resposta à Grande Depressão.

O pressuposto desse estatuto especial outorgado à intermediação bancária está relacionado, pelo menos, com os potenciais efeitos nocivos ao ativo líquido, as consequências sociais da perda de depósitos e o regular funcionamento do sistema de pagamentos. É esta gestão que justifica o acesso destes intermediários à função de *Lender of Last Resort*. Após 1970 a separação material cessou, mas o acesso direto dos intermediários bancários a essa função prosseguiu (pela sua importância para o sistema de pagamentos).

Uma parte da resposta à crise passou pelo restabelecimento desta separação, ainda que numa forma mitigada e apenas em algumas jurisdições. Paradoxalmente, no entanto, a forma de intervenção de *Lender of Last Resort* legitimou a possibilidade de suporte a intermediários não-bancários (observados critérios de dimensão e interconexão), de certa forma reconhecendo e legitimando o modelo de negócio integrado entre intermediários. Parece ser uma forma de sabotar aquela alteração (já de si frágil, comparada com a vigente no período pós-Grande Depressão), criando incentivos à arbitragem regulatória, por um lado; e por outro, uma legitimação do modelo de atividade combinada entre os dois sectores de intermediação financeira.

Em segundo lugar, é preciso reconhecer que o foco da intervenção continuou a ser a regulação dos balanços dos intermediários financeiros (especialmente dos intermediários

bancários)⁶⁷⁰. Como destacado no capítulo 2, estas normas criam um custo para os intermediários bancários que, simultaneamente, pode ser descrita como uma medida financeira indireta; mas, também, um incentivo à arbitragem regulatória e à inovação financeira. Assim, este foco parece acentuar este problema, acentuando a tendência existente desde 1970/1980.

Não por acaso, uma grande parte dos eventos que conduziram à GFC foi originada nessa interceção entre o mercado de intermediação financeira bancária e não-bancária. A desregulamentação fática das atividades de intermediação financeira causada pela arbitragem regulatória (a passagem dos agentes da intermediação bancária para a intermediação não-bancária, menos regulada) é descrita como uma das grandes causas para o crescimento dos riscos financeiros e a ocorrência da GFC. Modelos como o de *shadow banking* são o resultado direto dessa arbitragem, que ainda se beneficia do *backstop* público (pela sua ligação ao sistema de intermediação bancária). Estes modelos continuam a ser beneficiados no sistema institucional atual, como se vê pelo seu crescimento (relatado no final do capítulo 5).

6.2.2 Tendências pré-GFC que foram confirmadas

Já sobre as tendências que se confirmaram, cabe referir em primeiro lugar a regulação material das atividades de intermediação não-financeira. Como relatado no capítulo 5, vários passos nesse sentido já haviam sido dados antes da GFC. A resposta à GFC confirmou-a em definitivo, mudando o foco da regulação de condutas e sobre informação, para uma regulação prudencial e comportamental. Provavelmente uma resposta à arbitragem regulatória referida no título anterior, mas que a julgar pelo crescimento da intermediação não-bancária (e do *shadow banking*, NBFi na nomenclatura atual) não parece estar a ter grandes resultados.

Finalmente, e em segundo lugar, o estabelecimento definitivo da intervenção dos Estados a nível interno e internacional. A nível internacional, a criação de estruturas permanentes (até ao arrepio das práticas e normas de direito internacional público) tornou fóruns transitórios e políticos (como o G20 ou o *Financial Stability Forum*) em órgãos permanentes e de natureza técnica (como o FSB). Estes atuam e cooperam com as organizações

⁶⁷⁰ “The focus of banking regulation on bank capital is a recent phenomenon. From the nineteen thirties to the nineteen-seventies, banking regulation and supervision focused on market structure, asset allocation rules, and interest rates. Between the mid-seventies and the late eighties, however, these modes of regulation were largely dismantled. They had become dysfunctional because financial innovations, the liberalization of international capital flows, and the revolution in information and communication technologies had changed the makeup of the industry and intensified competition in financial sectors all over the world.”. HELLWIG, MARTIN (2010), Pág. 5.

internacionais já existentes (como o FMI e a IOSCO). Na esfera interna, foi principalmente implementado por estruturas que abrangem ambos os mercados de intermediação financeira, estabelecidas para permitir uma supervisão prudencial permanente.

Em suma, parece que a opção foi por, em alternativa à imposição da separação estrita entre as atividades de intermediação bancária e não-bancária, aumentar o papel de controlo dos Estados pela aplicação de normas de regulação, supervisão e aumento dos poderes de *Lender of Last Resort*. Por outras palavras, a pretexto de controlar o crescimento de riscos indesejados nas atividades financeiras, o Estado aprofundou os seus poderes de intervenção sobre ambos os sectores de intermediação financeira.

6.2.3 O atual modelo e as alternativas doutrinárias sobre a intervenção

Qual o significado destas características e tendências confirmadas na resposta à GFC, à luz das teorias estudadas para a intervenção do Estado?

Em primeiro lugar, o reconhecimento de que a intervenção é necessária; e de que os privados não são capazes de alcançar acordos pelo processo de barganha que levem a resultados eficientes. Por outras palavras, a intervenção regulatória desconfia, explicitamente, da suficiência das propostas de Coase. Desconfia, também, da capacidade do mercado se autorregular. Os problemas de coordenação em momentos prévios e contemporâneos de crise parecem justificar esta conclusão, colocando em causa a gestão do ativo líquido (como visto nos capítulos 3 e 4).

Em segundo lugar, o reconhecimento de que os custos associados à não intervenção regulatória são superiores aos da intervenção regulatória. Parece que esta mesma conclusão é aplicada para dois momentos: antes da crise (com a regulação e supervisão) e após a crise (com a função de *Lender of Last Resort*). Nesse sentido, e como proposto por Calabresi, os Estados aumentaram enormemente o seu poder de controlo sobre as atividades financeiras através da regulação. Da mesma forma, essa parece ser a razão pelo qual a extensão de suporte a intermediários não-bancários foi implementada (ainda que sujeita a condições, como se viu).

Em terceiro lugar, a implementação de medidas financeiras como forma de intervenção do Estado. Afinal, os requisitos de capital das entidades bancárias (e, após as reformas, de algumas entidades não-bancárias) nada mais são do que uma medida financeira para redução da tomada de risco e, com isso, controlo das externalidades negativas (como detalhado no capítulo 2) na sua origem: a atividade bancária. De uma forma mitigada e não-pontual, trata-se

da implementação da solução proposta por Pigou. Esta medida tem como vantagem a tentativa de atenuar o risco moral; mas as desvantagens por outro lado, de não resolver o problema da arbitragem regulatória e o problema distributivo.

Em suma, o resultado é um maior intervencionismo Estatal, a nível interno e internacional. Esse intervencionismo parece repudiar as conclusões de Coase (por desconfiar dos elementos de disciplina de mercado e autorregulação dos intermediários financeiros). Também por ir além do proposto por Pigou (por pressupor uma intervenção permanente, e não temporária).

Partilha, no entanto uma racionalidade com a comparação entre custos (de Calabresi, pressupondo-se que os custos da intervenção são menores do que os da não-intervenção) e a utilização de medidas financeiras para equilibrar externalidades negativas (como proposto por Pigou, pela imposição de custos financeiros aos bancos destinados a precaver externalidades negativas).

6.3 A crítica ao atual paradigma de intervenção

Numa nota geral, o principal problema continua a ser a falta de orientação clara sobre a questão do acesso ao *backstop* público em troca de intervenção do Estado. Esse bem, decorrente do ativo líquido gerido pelo Estado, está no centro da questão e não parece ter sido satisfatoriamente tratado.

A disponibilidade do *backstop* público torna incorreta a comparação do paradigma de intervenção e do modelo de negócio atuais, com aquele existente até 1914. É que apesar de o modelo de negócio (baseado na interligação entre a intermediação bancária e não-bancária) ser parecido, ele foi implementado num contexto em que não há *backstop* público e onde as atividades de intermediação financeira são primordialmente privadas. Isso não é o que acontece no modelo atual, após 1970/1980. Agora, o modelo de negócio também se baseia na interligação entre intermediários bancários e não-bancários, mas o pressuposto do modelo é o acesso dos intermediários bancários (e, agora, alguns não-bancários) ao *backstop* público.

Na resposta à Grande Depressão, foi traçada uma fronteira clara: em troca de suporte financeiro, a intermediação financeira bancária ficava permanente sujeita à supervisão e regulação do Estado. A revogação da separação estrutural levou à união das atividades dos intermediários financeiros (bancários e não-bancários), sem que a proteção correspondente pelo Estado seja diminuída. A resposta à GFC implementou medida semelhante, mas não tão estrita,

acentuando as “zonas cinzentas” a importância da garantia implícita. Na Grande Depressão foi dito claramente que o sistema bancário tinha uma natureza especial. Essa declaração não cessou até hoje, mas perde conteúdo de excecionalidade (da sua natureza especial) pelo avanço da intervenção do Estado sobre as demais atividades de intermediação financeira. Essa intervenção parece, até, justificar a presunção de que o Estado é direta e indiretamente responsável pela intervenção sobre todas as atividades de intermediação financeira (bancária e não-bancária)- Especialmente em situações de crise.

Mais do que isso: parece que o Estado assumiu definitivamente que essa aplicação do *backstop* público está correta, e que se deve estender a intermediários bancários e não bancários (com o requisito de que estejam solventes, em ambos os casos; e que tenham importância de mercado, no segundo tipo de intermediários).

Em suma, a juntar-se ao conflito natural entre incentivos privados e objetivos sociais (visto no capítulo 2), temos a ação do Estado a favorecer os modelos que se aproveitem de arbitragem regulatória. Como decorre do estudo feito no capítulo 5, em alternativa à separação de atividades clara, o Estado respondeu (num empreendimento de uniformização e harmonização das regras a nível internacional) com a introdução de novas regras sobre os intermediários bancários, intervindo materialmente nas atividades dos intermediários não-financeiros, recriou a separação numa forma mitigada e criou estruturas estatais de acompanhamento e supervisão. Em troca desse arcabouço, o Estado mantém o *backstop* público disponível ao sistema bancário e não-bancário (apenas disponível em certas condições). No entanto, esse diagnóstico e solução parecem estar equivocados.

Basta ver, como relatado no capítulo 2 e 5, a forma como as atividades de intermediação não-bancária aumentaram. O modelo de *shadow banking* continuou a prosperar nos anos após a GFC. Se há mais transparência sobre as ligações entre sectores de intermediação, as omissões e riscos continuam relevantes (como visto no capítulo 5). A sua legitimação acentua os riscos, não os diminui.

Talvez a explicação sobre o diagnóstico e soluções equivocadas esteja na falta de princípios e normas claros sobre o que se pretender proteger (num primeiro nível), quais os objetivos a alcançar (num segundo nível) e como efetivamente implementar essas medidas (num terceiro nível). Por esse motivo, não é exagero dizer que o atual quadro de intervenção financeira parece continuar a ser um exercício puro de força política de curto prazo. A norma jurídica de intervenção sobre a atividade de intermediação financeira é menos uma regra inserida num sistema, e muito mais o exercício de poder (deficientemente orientado, na

perspetiva jurídica) destinada a tratar uma questão económica e financeira de curto prazo. Isso é problemático, porque torna incoerente o sistema institucional e de intervenção. Também porque coloca exclusivamente na esfera político-económica a gestão dos momentos de crise financeira.

Neste contexto geral, as críticas são detalhadas sobre a natureza da intervenção do Estado após as reformas da GFC, o papel da disciplina de mercado; a necessidade de que as normas respeitem o Estado de Direito Democrático e, finalmente, a forma como a ambiguidade da resposta de intervenção permite que o modelo de *shadow banking* persista.

6.3.1 A intervenção do Estado

O diagnóstico que parece resultar da resposta de intervenção à GFC é o de que o problema não eram os incentivos privados ou o modelo de negócio. O problema teria sido a falta de normas e/ou de um aparelho institucional adequado para acompanhar o modelo de negócio. Essa omissão justificaria o aumento da regulação e da supervisão.

Após a GFC, não só a autoridade do Estado avançou ainda mais sobre as atividades dos bancos (a nível interno e internacional), como se estendeu materialmente para os outros sectores de intermediação financeira não-bancária. Isto equivale a dizer duas coisas. Primeiro que a função de *Lender of Last resort* se alterou profundamente. Não apenas pela adição da função de *Dealer of Last Resort* (como visto nos capítulos 4 e 5), mas por esta ideia de supervisão e intervenção permanente do ente soberano sobre a atividade privada (intermediação bancária e não-bancária). Ante a ausência de separação estrutural estrita (diferente da pós-GFC, mitigada), o suporte do Estado faz-se a todo o sistema financeiro, e não apenas ao sector de intermediação bancária.

Em segundo lugar, que a ideia de *Big Government* se estendeu da concessão de suporte financeiro à economia em momentos de crise (como forma de confirmar fluxos de caixa dos ativos) à quase omnipresença do Estado no controle e direção desta atividade económica (de intermediação financeira bancária; e, num nível menor, a não bancária) em troca de suporte permanente.

Historicamente, a intervenção sobre as atividades dos intermediários bancários é justificada pelos benefícios que o exercício da função de *Lender of Last Resort* (mesmo que apenas no curto prazo e para combater a deflação, já que no longo prazo poderá ter feitos

inflacionários) traz à estabilidade financeira e económica⁶⁷¹. No entanto, como reconhecido na doutrina, a concessão de suporte (através da política monetária e/ou da política fiscal) passou a ser assumida como incentivo nas estratégias dos intermediários financeiros. É sobre esta premissa, a da existência de um *backstop* público, que está assente o atual modelo de negócio dos intermediários financeiros⁶⁷². De resto, como descrito no capítulo 2. Isto é especialmente verdade para os intermediários financeiros bancários, que beneficiam desta ambiguidade entre a natureza pública e privada das atividades⁶⁷³.

A função de *Lender of Last Resort* não parece ser problemática quando os problemas dos intermediários bancários decorrem de choques da economia real (por exemplo, a crise do Covid-19). O problema está em diferenciar situações em que os problemas decorrem da má performance dos agentes económicos, daqueles em que é o próprio sistema financeiro que cria os problemas (por exemplo, a GFC).

⁶⁷¹ “An institution that performs a lender-of-last-resort function guarantees that the terms of some contracts will be fulfilled, regardless of market conditions or the business situation of the particular debtor. Thus, a lender of last resort diminishes the risk of default of the assets it guarantees. Assets with low default risk are readily marketable—they are liquid. When the Federal Reserve extends the domain of instruments that it protects against default, it is increasing the effective quantity of liquid assets and thus of assets that have the properties of money in the community. The assets protected by the Federal Reserve as a lender of last resort are liabilities of some bank or similar institution, which in turn are used to finance activity or to finance positions in assets. Any extension of Federal Reserve lender-of-last-resort protection to new institutions or to new financial instruments increases the overall financing capacity of the economy, and when this increased capacity is utilized, asset prices and lending activity increase. Even as the use of lender-of-last-resort powers effectively aborts an incipient financial crisis, the additional financing ability introduced by the extension of liquid asset status to new institutions or to new credit instruments, creates the possibility of a future inflationary expansion.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 47.

⁶⁷² “Every time the Federal Reserve protects a financial instrument it legitimizes the use of this instrument to finance activity. This means that not only does Federal Reserve action abort an incipient crisis, but it sets the stage for a resumption in the process of increasing indebtedness—and makes possible the introduction of new instruments. In effect, the Federal Reserve prepares the way for the restoration of the type of financing that is a necessary, but not a sufficient condition, for an investment boom that is brought to a halt by financial crises. The deficits of Big Government are the sufficient condition. By sustaining aggregate demand, they sustain corporate profits and feed secure assets into portfolios. These effects of Big Government mean that an investment boom will occur quite soon after a recession, and the investment boom generates the demand for finance that leads to another bout of inflation and crisis. What we seem to have is a system that sustains instability even as it prevents the deep depressions of the past. Instead of a financial crisis and a deep depression being separated by decades, threats of crisis and deep depression occur every few years; instead of a realized deep depression, we now have chronic inflation. In terms of preventing deep depressions, we have done better than in earlier epochs. This is not a trivial gain. But the instability and the deteriorating performance mean that we need to search for something better.”. Idem, ibidem, Pág. 106.

⁶⁷³ “Even though the sky did not fall in 1982 and the recovery through early 1984 was almost spectacular, the sky is not wholly secure. Continuing problems of weakened financial institutions, including the spectacular tribulations of Continental Illinois Bank of Chicago, show that the economy is far from reattaining the largely tranquil progress of the first years after World War II. An evident endogenous coherence of the 1950s and early 1960s has been replaced by an apparent endogenous incoherence that has been contained by lender-of-last-resort interventions and the profit sustaining repercussions of Big Government. As a result of the interventions a breakdown has not occurred.”. Idem, ibidem, Pág. 74.

Todos os sistemas estudados preveem a possibilidade de concessão de suporte aos depósitos feitos junto às entidades financeiras bancárias (que não é problemática, porque depende em parte da contribuição dos intermediários do sistema e tem objetivos sociais próprios); e a possibilidade de suporte público em caso de crise. No entanto, a experiência dos últimos 40 anos (o primeiro caso paradigmático seria o do Continental Illinois, nos EUA) demonstram que os Estados tendem a implementar medidas de suporte ao sistema financeiro (intermediação bancária e não-bancária) em momentos de crise⁶⁷⁴.

A GFC não foi diferente, e as reformas em algumas jurisdições (especialmente no caso dos EUA) tentaram arbitrar essa questão previamente à ocorrência de que crise que necessitasse a função de *Lender of Last Resort*. No entanto, a resposta em 2023 à crise dos bancos regionais norte-americanos demonstra que na prática a prática de resgate de instituições e seus depositantes prossegue. Demonstrando que a fronteira entre a estabilização do sistema e o resgate continua a não ser clara. A intervenção no *Silicon Valley Bank* foi a 2ª maior da história, e a maior desde a GFC. Todos os depósitos na instituição foram garantidos (integralmente, mesmo que acima do valor mínimo legal). O objetivo pragmático prossegue o mesmo: travar o pânico no sistema, desconsiderando o mérito dos modelos de negócio implementados⁶⁷⁵.

⁶⁷⁴ “Traditional banking literature emphasized the need for bankers to be liquid and solvent, and this was to be achieved by banks emphasizing selfliquidating commercial loans. In this way the cash flows from business sales would lead to payments to banks; these payments would guarantee bank liquidity and solvency. In a similar way ordinary business needs to be liquid and solvent; this means that the payment commitments on debts must lie within bounds given by realized and expected cash flows. Some of the problems that surfaced in the 1970s and the early 1980s can be traced to the neglect (or ignorance) of old textbook rules for the prudent operation of banks and businesses that were universally accepted, though often violated, in earlier days. In recent years traditional wisdom has often been ignored by the management of giant banks and the various banking authorities: this was particularly evident in the REIT problems of the 1970s, the Hunt-Bache affair of the late 1970s, and the exposure of giant banks in international finance in the 1980s. Part of this neglect is due to the giant banks' belief that the Treasury, the Federal Reserve, and other government agencies will provide them with a bail-out in order to prevent a big crash. The experience of the 1970s and early 1980s validated this belief that the giant financial institutions will be protected. Once the management of multibillion-dollar banks assumes that the authorities will always act to make them healthy and once the authorities validate this assumption, bankers' behavior will take the existence of the safety net of a bail-out into account. Cover-ups, however, have repercussions, as do bail-outs. Protecting and bailing out bankers affect the subsequent performance of the economy. The interventions, beginning with the credit crunch of 1966, to protect financial institutions from the life-threatening effects of their behavior have led to an economy that fluctuates, over a period of varying length, between financial crises and accelerating inflations. The authorities, frightened of the unknown consequences of the failure of giant banks, intervene to protect them when they are at hazard, which implies that the giant banks are too big for a noninterventionist, free-market economy.”. Idem, ibidem, Pág. 221 e 222.

⁶⁷⁵ CHAPPATA, BRIAN - “SVB’s 44-Hour Collapse Was Rooted in Treasury Bets During Pandemic”. EUA: 10 de Março, 2023. *Bloomberg*. [Consult. 12.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-10/svb-spectacularly-fails-after-unthinkable-heresy-becomes-reality?srnd=premium-europe#xj4y7vzkg>>.

6.3.2. A necessidade de disciplina de mercado

A intervenção via regulação, supervisão e concessão de suporte pode distorcer os incentivos (com a arbitragem regulatória ou a adoção de estratégias mais arriscadas) e provocar custos à sociedade, na forma de externalidades negativas e distorções no mercado decorrentes das atividades de intermediação financeira.

A alternativa à intervenção do Estado é a utilização das ferramentas disponíveis no mercado. Provavelmente esta disciplina de mercado é preferível ao atual nível de intervenção de regulação e supervisão (por reduzir os custos de oportunidade relativos à regulação, e os custos de regulação e supervisão), e à separação estrutural do pós-Grande Depressão (por diminuir a eficiência da atividade económica). Como se viu (ao rever a proposta de Coase), ela não é suficiente por si só, pois há momentos em que os agentes de mercado não se conseguem coordenar. As duas devem ser entendidas, por isso como complementares (em que a atuação do Estado é excecional e para gestão do ativo líquido).

Dessas ferramentas, temos em primeiro lugar, a competição. Ao concorrerem, os mais aptos na combinação dos fatores de produção terão maior probabilidade de sobreviver em momentos de crise. A concessão de suporte a entidades *too big* ou *too interconnected to fail*, sob o pretexto de evitar uma crise sistémica, é um exemplo de como essa ferramenta de disciplina do mercado é desperdiçada⁶⁷⁶. Cria óbvios incentivos a manter esse estatuto, em prejuízo do mercado, do próprio ativo líquido e da soberania do Estado. A existência de vários atores permite, também e em situações de crise, o reequilíbrio natural do sistema que a sobredependência em relação a certos intermediários não permite (e que, em alternativa, obriga à intervenção do Estado).

Em segundo lugar, a ameaça de falência e resolução. Essa é outra ferramenta de disciplina de mercado, onde os agentes avaliam os riscos das estratégias de acordo com a informação disponível. O espectro permanente de apoio público cria um incentivo à adoção de estratégias mais arriscadas. Afinal, mais risco equivale a maiores benefícios privados, na forma de maiores retornos. No entanto, se os mesmos riscos se materializarem, não serão

⁶⁷⁶ “Financial reform needs to confront the public nature of much that is private. Big or giant organizations carry an implied public guarantee (i.e., contingent liability) on their debts. This introduces a financing bias favoring giant corporations and giant banks, for the implicit public liability leads to preferred market treatment. Government intervention to validate the cash flow commitments takes place even if investments are inept. One way the government intervenes is by generating a massive deficit. But these massive deficits are a basis for later inflation even as threats of private default are a basis for unemployment.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 354.

internalizados pela instituição (mas sim assumidos pela sociedade, na forma de externalidades negativas). As normas de *bail-in*, na EU (uma das reformas decorrente da GFC), são um bom exemplo de como utilizar esta ferramenta de mercado. No entanto, e demonstrando mais uma vez as zonas cinzentas da prática, no caso recente do *Credit Suisse*, não foi respeitada (apesar de as normas suíças preverem a mesma solução da UE).

A existência de normas e princípios orientadores claros sobre a importância do funcionamento da economia de mercado é essencial. O conceito de *Lender of Last Resort* deve adequar-se a esta disciplina, e não ser utilizada como uma ferramenta para escapar a essa disciplina. Provavelmente, sem bem utilizada, a disciplina de mercado seria capaz por si só de limitar modelo de negócio do *shadow banking* a níveis eficientes. Por isso, ao invocar-se a disciplina de mercado não se pretende negar as valiosas lições aprendidas com a Grande Depressão: a concessão de suporte pretende evitar a disrupção do sector de intermediação financeira (evitando *bank runs*, *fire sale* e *credit crunch*), evitando uma situação de depressão económica. Não ser uma forma de privilégio a um sector de atividade, incorporado nos modelos de negócio.

6.3.3 Os requisitos do Estado de Direito Democrático e do mercado livre

Em terceiro lugar, as reformas devem ser analisadas à luz dos padrões do Estado de Direito Democrático; além dos padrões do livre mercado (já adiantados acima). Neste contexto, a discussão sobre a justiça de determinada medida (legislativa ou de intervenção do poder público) não pode ser evitada. Esse elemento de justiça é essencial para manter a confiança dos cidadãos no sistema político, jurídico e económico. Se a eficiência de uma medida é fundamental para a sua análise, ela não se sobrepõe a outros aspetos relevantes relacionados com a legitimidade, efeitos distributivos e justiça das medidas de intervenção⁶⁷⁷.

A confiança do sistema opera em dois sentidos, por vezes opostos: por um lado a confiança dos cidadãos no sistema financeiro, por outro a confiança de que os princípios do mercado e da liberdade económica estão a ser observados. Pela sua natureza, a função de *Lender*

⁶⁷⁷ “Because of the ambiguities associated with the using of the term “fair”, economists try to avoid it in their analysis; rather, they focus on identifying the impact of the programs. Economists begin their analysis of any program by looking for Pareto or near-Pareto improvements: changes in the program that make someone (or some groups) better off without making anyone (or almost any-one) worse off.”. STIGLITZ, JOSEPH E. ROSENGARD, JAY K. (2015), Pág. 287.

of *Last Resort* (e ainda mais, uma função de *Dealer of Last Resort*) é um exemplo de necessidade de ponderação entre considerações de eficiência e equidade⁶⁷⁸.

O atual paradigma de intervenção parece ter feito o pêndulo deslocar-se em demasia para a ideia de eficiência. Por exemplo, ao legitimar a ideia de que a intervenção do Estado nas funções de *Lender of Last Resort* para restabelecer as condições de mercado são sempre úteis (ainda que vistos os requisitos prévios de solvência). Ora isso não pode ser verdade. A limitação de desequilíbrios de natureza financeira é útil, mas não quando se torna um incentivo permanente presente no modelo de negócio dos intermediários financeiros. A socialização dos custos relacionados com as externalidades negativas e o desrespeito pela disciplina de mercado são um problema para a confiança no sistema⁶⁷⁹. São, mesmo, uma ameaça à própria democracia⁶⁸⁰. O sistema de intervenção pós-Grande Depressão resolveu este problema, mas a resposta à GFC não parece ter sido capaz de implementar uma solução adequada. Passou-se da justificação da necessidade da existência de sistemas de garantias de depósitos (em alternativa a outros meios), para a aceitação do pressuposto da possibilidade de o Estado atuar (virtualmente sempre) em casos de crise. Atualmente de intermediários bancários e não-bancários. O que não parece ser ponderado e conclusão aceitável.

Talvez uma das razões para este desfasamento entre objetivos seja a preponderância dos agentes com representação democrática indireta na implementação de comandos vagos e

⁶⁷⁸ “The equity-efficiency trade-off is encountered repeatedly in the evaluation of detailed provisions of any government program. The decision to charge tolls on a bridge means that those who benefit from the bridge (that is, those who use it) have to bear its costs. To many people, this is desirable for equity reasons; it is unfair to make someone who does not drive over the bridge pay for it. However, there is an efficiency cost in money and time: the wages of toll collectors and the time of the motorists. Moreover, if some drivers are discouraged from using the bridge (when it is below capacity), there is a further efficiency loss from underutilization. When programs are inefficient and not well designed, we can get more of both equity and efficiency.”. Idem, ibidem, Pág. 289 e 290.

⁶⁷⁹ “Because the investment decisions of many organizations are validated by revenues resulting from private taxes, these investment decisions are like public decisions. Each brain scanner purchased by hospitals, for example, shows up in Blue Cross and Blue Shield rates, which are a cost of labor to employers that must be covered in product prices. In essence, we have a tax supported medical system in which taxpayers have no voice in determining the supply price of the service. The United States has a type of contingency socialism, in which the liabilities of particular organizations are protected either by overt government intervention or by the grant of monopoly price setting powers.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág.353.

⁶⁸⁰ “Democracy and competitive capitalism make a difficult, but precious, marriage of complementary opposites. A market economy that operates under trustworthy rules, rather than the whims of the powerful, underpins prosperity and lowers the stakes of politics. In turn, a competitive democracy induces politicians to offer policies that will improve the performance of the economy and so the welfare of people. Beyond these practical reasons for the marriage of liberal democracy and market economy, there is also a moral one: both are founded on a belief in the value of human agency – people have the right to do the best they can for themselves; people have a right to exercise a voice in public decisions. At bottom, both are complementary aspects of human freedom and dignity. This is not just an abstract and theoretical notion, let alone a utopian one. The world’s stable liberal democracies have prosperous market economies, while the prosperous market economies are almost all liberal democracies.”. WOLF, MARTIN (2023), Pág. 371 e 372.

subjetivos⁶⁸¹ que deveriam corresponder a um conteúdo jurídico-político (até prévio). Da mesma forma que é importante a existência destas agências regulatórias (por exemplo, a figura do banco central), é fundamental que os poderes legislativo e executivo exerçam em permanência os seus poderes; ao invés de atuar apenas em momentos de crise. Este foi um aspeto já detalhado no capítulo 4. Tendo em conta a necessidade de coordenação internacional na criação dos *standards* comuns, onde as tendências de captura de reguladores e das *revolving doors* estão, provavelmente, mais evidentes e menos controladas, é fundamental que os órgãos de democráticos e políticos exerçam o seu controle nesta esfera. Veja-se que mesmo a resposta à GFC poderá ter sofrido dessa influência, se não indevida (não parece que o seja) pelo menos parcial e incompleta⁶⁸².

Também é fundamental, para a preservação do princípio democrático e da própria soberania, que o poder soberano seja capaz de gerir as instituições financeiras e gerir o ativo líquido. O atual paradigma regulatório tenta enfrentar essa questão, por exemplo pela criação de exigências adicionais de capital a intermediários financeiros bancários de certa dimensão. Esta solução não parece a mais adequada. No seu lugar deveriam aplicar-se as medidas de concorrência para a diminuição desses intermediários bancários, de forma a poderem ser

⁶⁸¹ “In some cases, however, it may be difficult for the government to specify clearly (and in advance) all of the objectives, or to articulate them in the form of a set of regulations or standards. (...) In such circumstances, there is an argument for the government to assume direct responsibility for the activity. To the extent that this is true, however, it may be difficult for Congress or the executive branch to clearly specify the objectives it wishes the bureaucrats responsible for implementing its programs to pursue. In that case, the bureaucrats will be left with considerable discretion, and the discrepancies between how they exercise that discretion and the intent of, say, Congress may be significant.”. STIGLITZ, JOSEPH E. ROSENGARD, JAY K. (2015), Pág. 290 e 291.

⁶⁸² “In line with Mattli and Woods’ expectations, the combination of extensive institutional supply and strong public demand for regulatory change in the wake of the crisis transformed the G-20 into an effective advocate for capital adequacy reform. Two months after the Lehman collapse, the group called for international standard setters to ‘set out strengthened capital requirements for banks’ structured credit and securitization activities’ (G-20, 2008: 2). This prompted the Basel Committee, which had failed to make a single change to Basel II since the crisis broke out, to approve a set of enhancements to the accord’s trading book framework in July 2009. At the Pittsburgh Summit in September 2009, the G-20 extended its demands to the whole of the Basel II framework. Setting a deadline of end-2010, the group ordered the Committee to formulate a new set of capital rules that would form the centrepiece of an ‘international framework of reform’ (G-20, 2009: 8). These rules would include higher minimum capital requirements, an international leverage ratio, liquidity ratios and a capital surcharge for systemically important institutions. The BCBS duly complied, releasing in December 2009 a set of preliminary proposals the details of which would be filled in over the next 12 months (BCBS, 2009). In a telling sign of the industry’s frustration, Charles Dallara, IIF Managing Director, complained that ‘political forces are driving the reform agenda, and central bankers have been marginalized in their role’ (Chong, 2009). Fortunately for banks, the December reforms package was only the beginning of the story for Basel III. With the resumption of growth in advanced economies in 2010, public demand for change soon weakened. More importantly, rulemaking returned to the Basel Committee, ensuring that the technical specifications of the new accord would be worked out not in the high-profile working groups of the G-20 but in opaque subcommittees lacking proper standards of due process and – crucially – requiring no meaningful ratification by domestic stakeholders. Under these conditions, timing is expected to regain its significance in the regulatory process, conferring a decisive advantage on those best informed about the policy agenda. Once again, this advantage belonged to large financial institutions with personal links to the regulatory community.”. LALL, RANJIT (2012), Pág. 626 a 627.

liquidados ou intervencionados. As ideias de *too big to fail* ou *too interconnected to fail* são inaceitáveis numa democracia que mantenha um mercado livre e concorrencial.

Finalmente, e numa perspectiva democrática e complementar ao já referido acima sobre este tema, deve ainda ser questionado o papel e nível de intervenção do Estado após a resposta à GFC. Hoje os *standards* convertidos em normas versam, de maneira algo vaga, sobre vários aspetos da vida dos intermediários financeiros privados: desde a estrutura de capital, passando pelas estruturas de governança, aos planos de resolução e liquidação. Sobre este tema, não deixa de ser estranho que as jurisdições estudadas no capítulo 5, sendo tão diversas, tenham implementado o mesmo tipo de reformas sobre a atividade. Mais do que isso, que Estados democráticos e não democráticos, capitalistas e não capitalistas, mais liberais ou mais dirigistas, tenham posto em prática normas e condutas sobre o papel do Estado semelhantes. Como referido no capítulo 5, parece que os Estados onde o mercado menos dependia da ação do Estado evoluíram nessa direção; ao contrário dos outros, que foram de encontro aos padrões internacionais sem se movimentarem tanto. Não por acaso, nas jurisdições estudadas a China e o Brasil foram aquelas que mais rapidamente implementaram BASEL III em quase total conformidade material com aquelas.

Que um Estado não democrático, dirigista e autoritário como o chinês pressuponha o controle sobre as atividades de intermediação financeira (como sobre todos os demais aspetos da sociedade e da economia) não é surpreendente. Já era assim, propositalmente, antes da GFC. O que é surpreendente é que Estados democráticos e defensores da economia de mercado implementem, sem questionar, medidas iguais. Criando normas comuns em temas onde a natureza democrática do regime deveria obrigar a soluções fundamentalmente distintas em regimes democráticos e não democráticos.

Por exemplo, há uma diferença material de grau entre recolher informação e supervisionar atividades (no sentido de acompanhar o negócio) dos intermediários bancários e não-bancários (como visto no capítulo 4), ou determinar como uma atividade privada deve ser conduzida. Provavelmente esta última situação não é compatível com os princípios da liberdade económica, da livre iniciativa e da autonomia privada inerentes ao princípio de liberdade democrática. E, no entanto, é esse hoje em grande parte o paradigma das instituições financeiras bancárias e não-bancárias quando desenvolvem as suas atividades (o que é especialmente chocante em relação a estas últimas).

6.3.4 As ambiguidades da atual regulação e o modelo de negócio do *shadow banking*

Como relatado neste trabalho, o modelo de negócio de *shadow banking* pode ser mais bem descrito como uma forma de atividade em que os agentes do mercado de intermediação financeira bancária utilizam a ambiguidade do sistema regulatório para oferecer produtos em que combinam as atividades de intermediação bancária e não-bancária. O conceito de arbitragem regulatória, estudado no capítulo 2, é essencial para compreender este modelo de atividade.

Como acima referido, o modelo de *shadow banking* precisa da existência de um *backstop* público para sequer existir. Na GFC ficou exposta a forma como o modelo floresceu pelas relações entre os reguladores e agentes do mercado de intermediação financeira (bancária e não-bancária) criaram um problema de conflito de interesses⁶⁸³. Não por acaso, o modelo de *shadow banking* foi um dos principais condutores da GFC.

O modelo, no entanto, não terminou. Isso mesmo foi descrito no capítulo 2 e no final do capítulo 5. A persistência do modelo provavelmente estará relacionada à forma como os agentes de intermediação financeira influenciaram a atividade legislativa e regulatória de resposta à GFC; e com o ambiente opaco e longe do controle democrático da opinião pública em que este esforço é conduzido⁶⁸⁴.

Os esforços de redução de opacidade e aumento de transparência (com regras de requisitos de capital para exposições a estes ativos, sobre transparência na visibilidade destas exposições e na contabilização de capital, limites à alavancagem, regulação material das

⁶⁸³ “Examples of recent strong industry bias on the part of key financial regulators seem to abound. There is ample evidence from various regulatory actions that the industry, particularly large financial organizations, have enjoyed surprising favor at the hands of the financial regulators. The Office of Thrift Supervision has been excoriated in a detailed Senatorial report for its pro-industry laxity.³² The OCC has used its interpretive powers to enable national banks to evade long-standing legislative restrictions on their activities, whether geographic or product restrictions. The Federal Reserve, charged with maintaining prudential firewalls between corporate subsidiary structures, has deployed tortured interpretive techniques to permit their breach. And the SEC notoriously adopted a “consolidated supervised entities” policy that in effect freed large financial companies from prior leverage restrictions and enabled them to reach the dangerous levels of leverage that have been identified as a major reason for the financial collapse in 2008. Financial regulation might therefore have come to reflect just the kind of extreme situation in which capture accurately describes the result of our regulatory policy.”. BAXTER, LAWRENCE G. (2011), Pág. 181 e 182.

⁶⁸⁴ “The recent history of international banking regulation is one of failure after failure. Twice within the last 15 years, the Basel Committee has sought to strengthen global capital standards in response to an international financial crisis – and twice it has failed. Why has history repeated itself? According to the dynamic analytical framework I have presented in this paper, the answer lies in the substantial information asymmetries regarding the Basel Committee’s agenda, which, combined with an opaque institutional context on the supply side, gave large international banks the crucial first-mover advantage in successive regulatory processes. This allowed them to shape decisions in a way that was near impossible to reverse at later stages. Latecomers, whether developing country banks or community lenders, had little choice but to accept what was in effect *fait accompli*.”. LALL, RANJIT (2012), Pág. 632 e 633.

atividades dos intermediários não-bancários, alteração de modelos de supervisão de mercados de intermediação bancária e não-bancária, entre outras) em relação a este modelo parecem positivos (na medida do seu acesso indireto ao backstop público, pelo menos através da garantia implícita).

Mas estes esforços não parecem conseguir resolver a questão do risco moral. Essa, enquanto o *backstop* público se mantiver (seja pela não separação estrita, seja pelas regras de suporte atualmente existentes), permanecerá. O modelo de negócio de *shadow banking* existe principalmente pelo apoio público do *backstop* público (ainda que indireto ou implícito), e pela falta de clareza e definição de princípios e normas orientadoras sobre qual o papel do ente soberano na gestão das crises financeiras (onde se inclui o papel da regulação e supervisão preventivas, bem como o de *Lender* ou *Dealer of Last Resort*). Essa relação entre a ambiguidade

existente e o papel de *lobby* organizado dos intermediários financeiros é permanente e é parte substancial do conteúdo regulatório anterior⁶⁸⁵ e atual⁶⁸⁶ (como estudado no capítulo 5).

⁶⁸⁵ “In order to understand the theoretical implications of my analysis for Basel II, we must begin by identifying the first movers in the regulatory process. These are expected to be large international banks and, in particular, the Institute of International Finance (IIF), a powerful Washington-based lobby representing major US and European banks, whose superior information about the regulatory agenda derived from its personal links with the Basel Committee. The longest-serving Chairman of the Committee, the Bank of England’s Peter Cooke (1977–88), was in fact one of the cofounders of the IIF.¹² The Chairman of the BCBS in the mid-1990s, the Bank of Italy’s Tommaso Padoa-Schioppa, was a close associate of Charles Dallara Managing Director of the IIF since 1993. Indeed, it was after meeting at a social occasion in March 1995 that the two agreed to establish an ‘informal discussion’ on regulatory issues between financial institutions and supervisors under agreed ‘ground rules’ of strict confidentiality.¹³ These links became even stronger under the chairmanship of William McDonough (1998–2003), a head of the New York Federal Reserve who presided over almost all of the Basel Committee’s work on Basel II. Another close friend of Dallara’s from his 22 years at the First National Bank of Chicago, McDonough gave the IIF unprecedented access to the Committee from the earliest stages of the reform process. Before negotiations had even been initiated, the institute had established a new body, the Steering Committee on Regulatory Capital, specifically to advise the Basel Committee regarding the drafting of Basel II. My framework therefore leads us to predict that large international banks, as first movers in the Basel process, would shape the provisions of Basel II in a way that was increasingly difficult to reverse at later stages. The disadvantages faced by second-movers would be reinforced by severe limitations on the supply side: The Basel Committee of 1999 to 2004 had one of the worst records of all international standard-setters in terms of transparency, representation and accountability.¹⁴ The Committee’s meetings (which occurred four times per year) were closed to the public, with no record of who was present, what was discussed or which outside interests were consulted. Further, the Committee only included representatives from the G-10 countries, despite consciously creating global standards. While members often point to the work of the International Liaison Group, which represented the interests of large developing countries during the negotiations, there is only so much influence that these countries could exert without formal representation on the Committee. Finally, few mechanisms existed for holding the Committee to account. Since its members are drawn from independent regulatory agencies rather than governments, they are not subject to domestic legislative control. While its agreements usually require formal endorsement from legislators, the highly technical nature of capital requirements ensures that effective accountability cannot be exercised in practice. The lack of a real ratification phase for the Basel Committee’s dictates, as suggested earlier, guaranteed that the logic of first-mover advantage held true for Basel II. In short, the conditions prevailing in the negotiations for Basel II strongly favoured an outcome of regulatory capture by large international banks.”. Idem, *ibidem*, Pág. 619 a 621.

⁶⁸⁶ “One of the most prominent members of the Basel Committee formulating the new accord, the New York Federal Reserve’s Marc Saidenberg, was Head of Regulatory Policy at Merrill Lynch and a member of the IIF Committee on Market Best Practices until 2008. As recently as October 2007, the same month in which Merrill Lynch announced a record \$7.9 billion loss on subprime-related investments, Saidenberg was busy lobbying regulators to ‘avoid a knee-jerk reaction to recent events’ (Callan, Wighton and Guha, 2007). Senior figures in the Basel Committee, meanwhile, moved in the opposite direction. During negotiations for Basel III, Roger Ferguson, former Vice-Chairman of the Federal Reserve’s Board of Governors, sat on the institute’s board of directors; Darryll Hendricks, formerly of the Federal Reserve Bank of New York, chaired the IIF Working Group on Valuation; and Patricia Jackson, formerly of the Bank of England, chaired the IIF Working Group on Ratings. In perhaps its greatest coup, the IIF managed to recruit Jacques de Larosière, author of the abovementioned De Larosière Report and former Governor of the Bank of France, to head its newly formed Market Monitoring Group. Despite acknowledging in the report that the crisis ‘has shown that there should be more capital, and more high quality capital, in the banking system, over and above the present regulatory minimum levels’, De Larosière was quick to take up the IIF’s cause (De Larosière et al., 2009: 16). ‘Capital ratios,’ he claimed in October 2009, ‘if they are not well conceived, could substantially harm our economies. I see a great danger here. Regulators must not start piling new ratios on the existing ones, adding further requirements (leverage ratios, special ratios on large systemically important institutions, anti-cyclical capital buffers) to the normal – and revamped – Basel II risk-based system. Together, their impact could be lethal’ (De Larosière, 2009).”. Idem, *ibidem*, Pág. 627 a 628.

6.4 Um modelo alternativo

Um modelo alternativo não tem de ser radicalmente diferente do existente. O principal objetivo mantém-se, e é o de permitir a gestão do ativo líquido e das condições de liquidez pelo ente público (e assim a estabilidade de preços e a soberania do Estado na esfera internacional). Essa gestão e preservação é condição essencial para que o Estado possa exercer a sua função de estabilização (na medida do necessário, para assegurar a estabilidade dos meios de pagamento) em momentos de crise económica, e evitando a materialização de uma depressão.

Um modelo alternativo de regulação deve preocupar-se essencialmente em resolver a questão distributiva do risco moral. As questões institucionais sobre número de reguladores e a sua interação não é a questão fundamental. Podem ser uma preocupação legítima de natureza prática, mas não constituem o essencial (sendo que foi uma das respostas mais importantes em todas as jurisdições, como verificado no capítulo 5).

Na Grande Depressão, a resposta foi a separação estrita entre sectores de intermediação. Uma resposta alternativa não precisa de ser igualmente rígida, até porque se pode perder uma parte importante da criação de crédito e do desenvolvimento económico (nem a estabilidade e nem o desenvolvimento económico são fins em si mesmo, sendo sempre necessária a ponderação entre os dois), mas precisa de reconhecer que a liquidez oferecida pelos Estados (o *backstop* público) não é gratuita. Assim, agindo em conformidade com esta premissa, ter uma ação mais contundente e financeira a um problema que também tem uma natureza financeira.

Essa forma de tratar o problema parece ser preferível ao atual modelo em que o Estado assume uma supervisão e regulação impossíveis de implementar sobre todo o sector de intermediação financeira (bancária e não-bancária). Um modelo alternativo precisa de incluir os demais agentes e a disciplina de mercado na supervisão dos incentivos e modelos de negócio dos intermediários.

Assim, este modelo alternativo acaba por reabilitar limitadamente certos aspetos da proposta de Coase, e confere aos agentes (intermediários financeiros, depositantes, investidores, credores) responsabilidades pelos riscos assumidos nas suas relações comerciais. Sem prejuízo, reconhece também os limites de coordenação dos mercados. Eventos como *bank runs*, *fire sales*, ocorridos na Grande Depressão (especialmente sobre os intermediários bancários) e/ou a GFC (nos intermediários bancários e não-bancários), demonstram claramente os limites desta abordagem básica. Fica claro que os agentes de mercado não têm sido capazes de internalizar externalidades negativas para a sociedade decorrentes das suas atividades

privadas. Há um espaço necessário para a intervenção do Estado sobre as atividades de intermediação financeira. A função de *Lender of Last Resort* desempenha esse papel, mas também acentua a questão do risco moral e do problema distributivo. Por esse motivo, a questão passa a ser a escala dessa intervenção, por um lado, e a ferramenta disponível utilizada. Nesta alternativa a intervenção é esporádica e preventiva, utilizando ferramentas de natureza financeira. Aproveita, nesse sentido as lições de Pigou.

6.4.1 Limites na intervenção do estado

Parece que, aqui, está a grande diferença entre o paradigma regulatório vigente e o modelo alternativo proposto. O modelo atual presume (em abstrato, e factualmente) que a intervenção do Estado deve ser ilimitada e permanente. As próprias ações dos reguladores (por exemplo, ao incentivarem a consolidação de instituições financeiras) parecem incentivar (se não de forma expressa, pelo menos tacitamente) isso mesmo (pela maior facilidade de supervisionar e regular menos instituições).

Mas a intervenção do Estado não é uma fatalidade. No modelo proposto propõe-se que termine a confusão sobre a natureza privada ou pública da atividade de intermediação financeira. Ela deve ser realmente privada, nos seus riscos e benefícios, sem uma intervenção e assunção de riscos permanente pelo Estado. Essa intervenção deve ter pressupostos políticos e jurídicos claros, e não existir na forma de um *backstop* público permanente (o *trade-off* expresso que justifica tal intervenção). Parece esquecer, o atual modelo, de que existem alternativas de disciplina de mercado (já mencionadas acima, por exemplo, a falência) à intervenção do Estado.

A criação de seguros de depósitos, na resposta à Grande Depressão é um exemplo do proposto. Tal intervenção tinha um objetivo político claro (proteger os pequenos depósitos) e evitar *bank runs*. Mas pressuponha que a maior parte dos grandes depósitos não estava segurado. A intervenção foi implementada para alcançar esses objetivos jurídicos, e as ferramentas de disciplina de mercado mantinham-se aplicáveis para os valores depositados não incluído nos objetivos fixados. Os incentivos privados e os objetivos coletivos estavam ponderados. Além dessa ponderação, a natureza privada da atividade mantém-se.

Neste modelo alternativo proposto, o modelo de negócio de *shadow banking* é permitido. Como qualquer outro modelo de negócio. Mas os agentes assumirão as consequências das suas escolhas de risco (crédito, diversificação, mercados, etc.). A utilização do *backstop* público sem

a ambiguidade atual, fica limitado a um valor diminuído em relação ao que é permitido hoje (o sistema bancário). As demais perdas são privadas, como os benefícios decorrentes da atividade.

Para conseguir desempenhar a sua tarefa com sucesso, o Estado deve recolher informação precisa sobre o mercado e o modelo de negócio dos intermediários financeiros⁶⁸⁷. Não pode ser, em momento algum, confundido o poder de recolher informação, com o de intervir no livre desenvolvimento das atividades económicas pelos intermediários financeiros.

Ainda assim, e como visto nos capítulos anteriores, os problemas de confiança e coordenação dos agentes (especialmente em situação de crise) torna necessário um certo nível de intervenção (nos moldes propostos por Pigou). Essa intervenção deve ser de curto prazo, não pode servir para se substituir ao mercado, mas apenas para assegurar as condições do Estado em relação à gestão do ativo líquido, diretamente e, indiretamente, alcançar-se a retoma do ciclo económico (ancorando as expectativas e alterando a preferência de liquidez como proposto por Keynes).

Para proteger a posição do Estado, enquanto entidade participante no mercado e agente político de tutela da coletividade, devem estar definidos, *a priori*, os objetivos da atuação da função de *Lender* (ou *Dealer*) *of Last resort* (a gestão do ativo líquido) e quando e como este ente deve atuar nesse papel. Isso implica dois critérios: o primeiro de caráter normativo, deixando-se expresso quais os princípios orientadores e quais os objetivos da intervenção estatal. Foi o que foi proposto no capítulo 4, e trata-se de dar um papel ao direito, e de conferir limites à economia e à política.

O segundo, que se descreve agora, é um critério quantitativo nos moldes propostos por Calabresi. O Estado deve atuar quando essa seja a forma de intervenção com menores custos para a coletividade. O que, provavelmente, num modelo de *too big* ou *too interconnected to fail* significa intervir sempre. Mas num sistema de concorrência e com várias possibilidades de reequilíbrio autorizam o Estado a fazer essa ponderação de custo benefício.

6.4.2 Abordagem do problema distributivo

⁶⁸⁷ “In a modern capitalist economy with a complex financial structure, innovations result from profit opportunities. Central banking is a learning game in which the central bank is always trying to affect the performance of a changing system. Central banking can be successful only if central bankers know how the institutional structure behaves and correctly assess how changes affect the system. Central banks have to steer the evolution of the financial structure.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 359.

O Estado deve resolver o problema distributivo inerente à natureza das externalidades negativas decorrentes da atividade económica privada. Os intermediários financeiros devem assumir o pagamento de uma compensação à sociedade pelos custos coletivos da sua atividade. No fundo, trata-se de o Estado cobrar o preço pela utilização do ativo líquido no serviço de *backstop* prestado ao setor de intermediação financeira: a função de *Lender of Last Resort* (nas formas da política monetária ou da política fiscal)⁶⁸⁸.

6.4.2.1 Insuficiência da solução atual para enfrentar o problema distributivo e o risco sistémico

O atual modelo regulatório, como visto, opta por tentar resolver esse problema através da imposição de requisitos de capital. Historicamente, ao setor de intermediação bancária; e após a resposta à GFC, também a uma parte relevante do sector de intermediação não-bancária. No modelo proposto, a solução privada de exigir requisitos de capital deve ser complementada pelo pagamento de uma contribuição financeira pela utilização potencial do ativo líquido. Essa contribuição, que não deve ter a natureza de imposto, mas de taxa. Deve ser calculada com base no risco assumido pelo modelo de negócio adotado pelo intermediário financeiro, e de forma a acautelar o risco de arbitragem regulatória nos modelos de negócios dos intermediários⁶⁸⁹. Seria

⁶⁸⁸ “Our analysis identifies the relative merits of price versus quantity instruments and suggests that combining them may be adequate for the simultaneous control of gambling incentives and systemic risk externalities. However, this presumes that the regulator controls only instruments connected to liquidity risk. If strengthening capital requirements is an effective strategy for the control of gambling incentives (Hellmann, Murdock, and Stiglitz 2000; Repullo 2004), the case for levies on short-term funding is considerably reinforced. Other considerations may qualify the recommendation for the use of price-based or quantity-based instruments. For instance, levies may be less costly to adjust than ratios. First, they might be easier to change for institutional reasons (e.g., if regulatory ratios are embedded in some law or international agreement while the levies are, at least partly, under control of a macroprudential authority). More importantly, they may imply lower adjustment costs at the bank level than changing bank funding volumes on short notice. Similarly, changes in levies are less likely to induce procyclicality, since the Pigovian “tax rate” is directly controlled by the regulator rather than implicitly set by the interaction of some (controlled) quantitative requirement and the (freely fluctuating) market price of the required resource (namely, capital, liquid assets, or stable funding). For preventive policy, controlling time-varying liquidity risk may then be best achieved by a combination of stable ratios and variable levies.”. PERROTI, ENRICO ; SUAREZ, JAVIER (2011), Pág 7.

⁶⁸⁹ “However, it would be wrong to conclude that regulation should thus be reduced. One needs to keep in mind that {under the presumption that regulation is in place for a good reason} it is not regulation itself that poses a problem, but the circumvention of regulation. If the regulator insures depositors in order to eliminate self-fulfilling runs of depositors, she may need to impose some regulation on banks in order to prevent moral hazard. Regulatory arbitrage may eventually reintroduce the possibility of runs. However, this does not alter the fact that it is a good idea to aim at preventing runs in the first place. Under the premise that regulatory arbitrage cannot be prevented at all, our model indicates that financial stability may not always be reached by providing a safety net and regulating banks. One may consider a richer set of policy interventions that go beyond safety nets and regulation. E.g., the government or the central bank may have the ability to intervene on the secondary market in case of a crisis. However, such interventions are likely to give rise to different problems as they may change incentives ex-ante, e.g., they may give rise to excessive collective maturity mismatch as in Farhi and Tirole (2012).

uma inovação importante, pois como visto no capítulo 5 as jurisdições estudadas não utilizam esta ferramenta de natureza fiscal ou quase-fiscal (como se proporá, neste caso).

No fundo, trata-se da solução similar à atual e já existente dos requisitos de capital. As obrigações de requisitos de capital (na soma do seu valor e do custo de oportunidade associado) nada mais são do que uma contribuição cobrada pelo regulador aos intermediários financeiros e aos seus acionistas⁶⁹⁰. A diferença entre o atual modelo, e este modelo alternativo proposto, é que a questão da arbitragem regulatória, do risco moral e do problema distributivo não são resolvidos no modelo atual. Pelo contrário, o aumento da regulação talvez exacerbe a questão da arbitragem regulatória e, assim, as demais questões conexas. A arbitragem regulatória e a inovação financeira são ferramentas utilizadas para diminuir esse custo. Esta é uma solução efetiva para responder à criação de risco sistêmico pelas ligações entre intermediários bancários, e entre estes e não-bancários que decorre de modelos de negócio como o de *shadow banking*.

Na solução atual, essa contribuição é paga na forma de capital mínimo, ou seja, é paga em benefício do intermediário financeiro, seus acionistas. Apenas parcialmente é paga em favor dos seus credores (os pequenos depositantes são irrelevantes neste contexto, já que são garantidos pelo Fundo Garantidor de depósitos aplicável)⁶⁹¹. Já os contribuintes beneficiaram

A richer model than ours would be needed to analyze such effects consistently. In turn, under the premise that regulatory arbitrage can be prevented or can be made more difficult, we argue that it should be prevented or at least reduced. Given that regulatory arbitrage can be very costly in terms of creating systemic risk, it should be made very costly to those who are conducting it. While this may sound self-evident at first, a glimpse at the history of bank regulation and its loopholes should be a reminder that regulatory arbitrage and the associated risks have not always been a major concern.”. LUCK, STEPHAN; SCHEMPP, PAUL (2014), Pág. 31.

⁶⁹⁰ “In part to protect the deposit insurance fund and in part to minimize the enormous negative externalities associated with bank failures, regulators impose a variety of prudential standards on banks aimed at ensuring their soundness throughout the economic cycle. Over the past 25 years, capital adequacy requirements have emerged as the dominant form of prudential regulation. The rationale for regulatory capital – largely made up of shareholders’ equity – is to provide a buffer against unexpected losses, allowing banks to avoid default during periods of low or negative earnings. Unfortunately for the banks, capital requirements come at a cost. Equity is a significantly more expensive source of financing than debt, largely due to tax advantages and implicit government guarantees for the latter. When banks are forced to maintain capital buffers exceeding their preferred level, they view these requirements as a form of ‘regulatory taxation’. By lowering capital levels, banks can reduce funding costs, increase leverage and boost their return on equity. For institutions with sizeable asset bases, a tiny percentage of reduction in capital requirements can represent a windfall of billions of dollars.”. LALL, RANJIT (2012), Pág. 610 e 611.

⁶⁹¹ “Liquidity coverage ratios which require banks to hold fractional reserves of liquid assets against short-term funding work as a defacto tax but one that can turn out to be ineffective or imply large deadweight losses. When the yield on liquid assets equals the cost of short-term liabilities (roughly the case in normal times, and certainly prior to the crisis), buffers impose no net cost to stacking liquidity. Banks will simply increase their gross short-term funding to keep their “net” short-term funding (i.e., minus the buffers) as high as in the unregulated equilibrium. The only effect is an artificial demand for liquid assets—traditionally kept in money market mutual funds rather than banks—that might be redirected to banks following the new requirement.” PERROTI, ENRICO ; SUAREZ, JAVIER (2011), Pág. 6.

indiretamente, pelo efeito de aumento de resiliência financeira (diminuição da fragilidade) que as novas regulações deveriam trazer.

Na prática não tem sido isso que aconteceu. Recentemente, tanto na crise do *Sillicon Valley Bank* como na do *Credit Suisse*, os contribuintes foram chamados a pagar uma parte do suporte público. O problema distributivo e o risco moral, no atual sistema, persistem. Enquanto a atual solução continua a fomentar a criação de riscos sistêmicos pelo incentivo à conexão de atividades entre intermediários financeiros (bancários, e destes com os não-bancários).

Da mesma forma, esta contribuição seria uma solução semelhante aos fundos de resolução (previsto em Portugal e, potencialmente, na China). Com a diferença fundamental de que o seu objetivo não seria o de saneamento (pelo menos direto) do sistema financeiro, mas o de evitar um *credit crunch* e modificar a preferência de liquidez pelo ancorar das expectativas sobre a economia.

6.4.2.2 *Big government* como resgate da economia e não dos intermediários financeiros

Um aspeto fundamental desta abordagem alternativa prende-se com a ideia do significado de *big government*⁶⁹². Minsky (desenvolvendo as ideias de Keynes) descreve este conceito como uma garantia de que em tempos de crise os gastos do governo garantem os lucros dos privados e, desta forma, trazem estabilidade à economia. Ancorar as expectativas para alterar a preferência de liquidez dos agentes. O objetivo dessa intervenção é garantir que um evento semelhante à Grande Depressão não volte a ocorrer.

A existência de *big government* é a garantia de que um mercado saudável (em concorrência e sem entidades *too big or too interconnected to fail*) pode existir; e onde a insolvência de empresas pode ocorrer num ambiente controlado⁶⁹³: ou seja, resgatando a economia e não um e/ou grupo de intermediários financeiros), autorizando-os a falir.

⁶⁹² “*Big Government must be big enough to ensure that swings in private investment lead to sufficient offsetting swings in the government's deficit so that profits are stabilized. This means that government must be of the same order of magnitude as or larger than investment.*”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 330.

⁶⁹³ “*Because a large government implies that a profit-sustaining deficit will take place whenever income and employment falls, there is no need for policy to foster market power that protects profits by sustaining prices in recessions. In a world with Big Government, individual bankruptcies can be tolerated because they cannot lead to wholesale defaults. Thus, bankruptcy, which transforms a non-sustainable speculative or Ponzi financing structure into a sustainable hedge structure, should be made easy and cheap. Once bankruptcy is simplified, the inflation-constraining forces of competition are free to operate. If an economy is to be open to bankruptcy, no organization can be so large that its bankruptcy is politically unacceptable.*”. Idem, ibidem, Pág 354.

O banco central participa neste esforço, na perspectiva do mercado financeiro⁶⁹⁴. Para Minsky, preferencialmente através do redesconto de títulos (e em detrimento de operações no mercado aberto), favorecendo condições de *hedge finance*⁶⁹⁵. Em primeiro lugar, para evitar a existência de uma confusão entre *big government* e as funções de *Lender ou Dealer of Last resort* (em que a existência do primeiro permite que o banco central espere pelo momento certo para exercer a função de prestamista de última instância). Em segundo lugar, para esclarecer que esse investimento deve ser feito na economia real (já que não é para ser feito no sector financeiro). Em terceiro lugar, para esclarecer que esta intervenção do Estado pretende estabilizar, e não substituir a atuação do mercado⁶⁹⁶. O momento em que ela é feita é crucial, pois deve permitir a correção do mercado para que a próxima fase de crescimento não se inicie já numa situação de fragilidade financeira.

Minsky coloca essa intervenção num nível desejado de 20% do PIB (naquele momento histórico). Isso era um aumento em comparação com aos níveis da Grande Depressão. Mas um valor significativamente mais baixo em relação aos níveis de gastos do Estado em relação ao PIB, que temos hoje. Segundo dados da OCDE, o país com menor nível de despesa em 2019

⁶⁹⁴ “The sustaining of hedge financing by business is a major, proximate policy objective of the Federal Reserve. The more the Federal Reserve can tilt banking toward financing trade and production inventories with short time spans, the more stable the financial system and the smaller the special refinancing needed to prevent a full-blown crisis. A financial structure that is supportive of stability must start with the techniques available to corporations to finance capital-asset ownership, continue with the biasing of banks toward to-the-asset financing, and finally change the perceptions, objectives, and instruments of the Federal Reserve.”. Idem, ibidem., Pág. 365.

⁶⁹⁵ “The Federal Reserve should stop relying upon open-market operations to determine reserves of the banking system. As an alternative to open-market operations, the Federal Reserve can furnish bank reserves by discounting bank assets. (. -.) In the discount-window technique, the Federal Reserve uses paper that arises as business is financed to create reserves. The Federal Reserve both creates a market for this paper by its purchases and assures that it will have a protected status in financial markets. Such paper will therefore be in a preferred risk class. The guidance of the structure of financing relations will run from the Federal Reserve portfolio to a favored interest rate in the market for the eligible paper. (...)Thus, the mechanism by which the Federal Reserve generates the reserve base must adjust when the instruments used by the banking system change. The discount window-discount market technique of reserve creation is appropriate for a system in which financial crises can occur because of the development of liability structures heavily weighted with speculative finance. Encouraging paper tied to the assets that flow through the production process is a way of favoring hedge finance, although in a capitalist world a thrust to speculative financing will always take place during tranquil times.”. Idem, ibidem, Pág. 361 a 363.

⁶⁹⁶ “Because a thoroughgoing debt deflation leading to a deep depression cannot occur as long as the government is big, the significance of the Federal Reserve's lender-of-last-resort function changes. After a financial trauma, the Federal Reserve needs to facilitate deficit-financing by making bank reserves available outside the normal discounting channel. Because Big Government sustains profits, the Federal Reserve can stand back and allow firms and financial institutions to go bankrupt before it steps in and refinances. Federal Reserve intervention should operate under the principle that organizations that are fully viable at normal incomes with a restructured debt and normal financing terms, but that are not solvent or liquid with crisis financing terms and recession incomes, are eligible for concessionary refinancing. The longer the Federal Reserve delays its intervention, the larger the decline in income and employment following a crisis. On the other hand, the quicker the intervention, the sharper the subsequent rise in prices and the more fragile the financial structure with which the next expansion begins.”. Idem, ibidem, Pág. 363 e 364.

(antes da pandemia) era a Irlanda (24,3% do PIB). Já o país com maior nível de despesa, em 2019, era a França (55,4% do PIB)⁶⁹⁷. O *Big government* parece ter crescido muito além daquele valor. Também no setor financeiro, pelo apoio da política monetária e pelo apoio da política fiscal⁶⁹⁸. O crescimento das dívidas públicas (como detalhado anteriormente, no capítulo 5) também trazem novos limites à capacidade do Estado de atuar neste papel. Como sugerido por Minsky, não parece que se tenham resolvido os problemas existentes na GFC, e que talvez o novo ciclo já tenha iniciado numa situação de fragilidade financeira (acentuada pela crise do Covid-19). Subjacente a todo este cenário está uma situação de risco moral que não pode ser tolerada.

6.4.2.3 Medida financeira como resolução do problema distributivo do risco sistémico

Para resolver a questão distributiva, o modelo regulatório precisa de incluir uma contribuição financeira onde o sector de intermediação financeira (bancária e não-bancária) participem proporcionalmente no pagamento das externalidades negativas que as suas atividades causem.

Esta medida não deve ser implementada na forma de imposto, uma vez que não deve ser um instrumento de receita da política fiscal; e ainda que os objetivos da ferramenta se mantenham os mesmos⁶⁹⁹. Ela deve ter a natureza de contribuição para um fundo comum de estabilização financeira, e o seu valor deve corresponder ao preço do potencial uso do ativo liquidez do Estado causado pelo intermediário financeiro. Por outras palavras, deve traduzir o risco do modelo de negócio do intermediário financeiro. A avaliação desse risco é feita com base na informação recolhida pelo Estado sobre o sector de intermediação financeira (situação

⁶⁹⁷ ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (2022) – *General government spending*. OCDE Data [Consult. 12.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://data.oecd.org/gga/general-government-spending.htm>>

⁶⁹⁸ “The 2008 banking crisis has had unprecedented costs for public finances in developed countries. In the case of European Union, the latest s on overall State Aid to the financial sector between 2008 and 2012 (European Commission, Directorate-General for Competition, 2013) amounts to around EUR 600 billion (roughly 5% of EU 28 GDP). In the US, the cost of the crisis reached roughly 4.5% of the GDP (Laeven and Valencia, 2013).”. SCHICH, SEBASTIAN [ET. AL] (2016), Pág. 31.

⁶⁹⁹ “O papel principal do imposto sobre o capital não é financiar o Estado social, mas regular o capitalismo. O objetivo é evitar uma espiral desigualadora sem fim e uma divergência ilimitada das desigualdades patrimoniais, além de possibilitar um controle eficaz das crises financeiras e bancárias. Contudo, antes de poder cumprir esse duplo papel, o imposto sobre o capital deve permitir que se atinja um objetivo de transparência democrática e financeira sobre os patrimónios e os ativos detidos pelos indivíduos em escala internacional.”. PIKETTY, THOMAS (2013), Pág. 504.

similar à atual, onde os requisitos de capital podem ser ajustados dependendo da estratégia de risco adotada pelo intermediário bancário).

Essa contribuição aplicar-se-ia a ambos os sectores de intermediação. O objetivo é não proibir qualquer estratégia. Apenas criar as condições de intervenção em que o Estado possa gerir o ativo líquido.

Esta medida parece ser uma forma eficaz de resolver o problema da arbitragem regulatória. As normas de regulação criam incentivos para que os intermediários encontrem modelos de atividade alternativa. O custo acrescido e medido pelo risco que a atividade representa seriam uma medida para atenuar esse incentivo privado de criação de risco sistémico. Auxiliar a controlar o crescimento das situações de fragilidade financeira. Mas também ajudaria a resolver a questão do risco moral e do problema distributivo. Finalmente, poderia ser uma fonte de recursos útil para financiar a ação do *big government*.

Naturalmente que esse arbitramento prévio seria feito pelo Estado, assignando uma notação de risco a cada tipo de atividade ou instrumento. O papel das normas de direito enquanto margens de possibilidades de atuação (neste caso, de identificação de níveis de risco) é essencial para a operacionalização desta ferramenta.

Os recursos desse fundo devem ser utilizados para atividade contra cíclica (similar à reserva correspondente hoje imposta pelas regras de BASEL III aos intermediários bancários), auxiliando a economia real (por manter a promessa de fluxos financeiros dos ativos), e dessa forma evitando (direta e indiretamente) a ocorrência de um *credit crunch*. Este fundo não deve ser nunca utilizado para assistência a intermediários financeiros, que devem ser autorizados a falhar e a registar perdas. A sua atividade é complementar à função tradicional de *Lender of Last Resort* dos bancos centrais, que concedem empréstimos a entidades viáveis e apenas afetadas pela falta de expectativas ancoradas sobre a economia após a necessária correção do mercado.

A estratégia de investimento deste fundo deve ter pontos de entrada e de saída claros, privilegiando a disciplina de mercado e a retoma do ciclo económico após a contração. A forma de uso será sempre uma determinação política, como não poderá deixar de ser num Estado Democrático de Direito.

Uma condição fundamental para que estas estruturas nacionais de estabilização funcionem é a criação de entidades e contribuições equivalentes pelos diferentes Estados. Também que estas entidades não concorram entre si, a nível internacional. As necessidades comuns de cooperação neste campo são evidentes, e não parecem impossíveis (mas apenas

difíceis). Basta ver o esforço de coordenação implementado com a IOSCO e os *standards* de BASEL.

Seria fundamental que uma matriz de risco dos ativos (similar à incluída nas ponderações de RWA para risco de crédito nas normas de BASEL III, por exemplo) fosse acordada pelos Estados. Seria fundamental que se criassem as condições de infraestrutura de mercado para o funcionamento desta solução (essencial para uma atividade internacional como a de intermediação financeira; e similar ao esforço de uniformização e harmonização alcançado com BASEL III) para que a arbitragem regulatória entre jurisdições não ocorresse ou tivesse um efeito limitado. As lições e limitações verificadas na taxação de capitais são muito relevantes neste contexto. Para funcionar e ser possível, esta alternativa necessitaria de um compromisso político tão forte como aquele que permitiu a resposta à GFC.

O tomador do risco (que iria deter a exposição) deveria ser o responsável pelo pagamento da contribuição. O fundo da jurisdição da sede da entidade tomadora do risco deveria ser a beneficiária dessa contribuição.

A criação destas estruturas teria um impacto positivo sobre o modelo de *shadow banking*. Traria um limite claro à utilização do *backstop* (colocado pelo valor das contribuições contabilizadas pela medida do risco acrescentado ao sistema), enquanto permite os ganhos de eficiência que a separação estrutural não permite⁷⁰⁰. Da mesma forma, se aplicável, fica autorizada a falência do ente ou estrutura se for o caso. Seria uma forma de legitimar o modelo em benefício da economia, no respeito dos princípios democráticos e da gestão do ativo líquido.

Esta questão da contribuição não dispensa a existência de alguma forma de regulação, especialmente comportamental e destinada a manter a saúde do mercado. Por exemplo, os

⁷⁰⁰ “Resumindo, o imposto sobre o capital é uma ideia nova, que deve ser inteiramente repensada no contexto do capitalismo patrimonial globalizado do século XXI, tanto em termos de taxas de tributação como de suas modalidades práticas, por meio de uma lógica de troca automática de informações bancárias internacionais, de declarações pré-preenchidas e de valores de mercado. (...) Existem outras soluções e outras vias que permitem regular o capitalismo patrimonial do século XXI, que já são, inclusive, exploradas em várias partes do mundo. Acontece apenas que esses modos de regulação alternativa não são tão satisfatórios quanto o imposto sobre o capital e às vezes criam mais problemas que soluções. O protecionismo permite, às vezes, amparar certos setores pouco desenvolvidos de um país (...). No entanto, o protecionismo, se aplicado de uma maneira maciça e permanente, não é em si uma fonte de prosperidade e criação de riquezas. (...) A questão dos controles de capitais é diferente. A liberalização completa e absoluta dos fluxos de capital, sem nenhum controle e nenhuma transmissão de informações sobre os ativos possuídos pelas pessoas nos diferentes países (ou com quase nenhuma transmissão), foi a palavra de ordem da maioria dos governos dos países ricos desde os anos 1980-1990. (...). Desde a crise financeira de 2008, o mundo inteiro começou a duvidar dessa abordagem, e é bem provável que os países ricos façam cada vez mais uso de medidas de controle de capital nas próximas décadas. O mundo emergente, de certa maneira, liderou esse caminho, em especial a partir da crise financeira asiática de 1998, que convenceu uma boa parte do planeta, da Indonésia ao Brasil, passando pela Rússia, que os programas de ajuste e outras terapias de choque ditadas pela comunidade internacional não eram sempre os mais pertinentes e que já era de se emancipar.”. Idem, *ibidem*, Pág. 520 e 521.

requisitos de liquidez e alavancagem são úteis, desde que se percebam integralmente as insuficiências que lhe são inerentes. Pretende, acima de tudo, enfrentar a evidência de que a regulação é insuficiente quando uma oportunidade de lucrar se torna relevante⁷⁰¹. Oferece um preço à arbitragem regulatório e ao *backstop* público, em benefício da economia e do mercado, da posição do Estado sobre o ativo líquido e, finalmente, da estabilidade financeira pela contenção do risco moral (pela redistribuição das externalidades negativas). Tudo isso sem que se perca dinamismo, pela criação de barreiras artificiais sobre atividades que são parte da mesma unidade.

⁷⁰¹ “The policy problem is to design a system of financial institutions that dampens instability. While banks are the central financial institutions of a capitalist economy, banking is a business encased in myth: it is an economic mystery wrapped in an enigma. Bankers are fiduciaries who advise and act in the interest of clients, even as their own income depends upon the services they sell to these same clients. Lines were drawn among commercial, investment, and savings banks aimed at moderating the conflict between the fiduciary and private-profit aspects of banking. Recent experience shows that the institutional lines cannot be sustained when there are large profit opportunities from breaching the lines.”. MINSKY, HYMAN P. (1986), Pág. 350.

CONCLUSÃO

Como relatado na introdução, esta pesquisa buscava respostas possíveis a três questões fundamentais.

A primeira questão que se pretendia responder neste trabalho era sobre se, e em que medida, a liquidez é um bem público. A resposta é positiva, decorrendo daí as seguintes conclusões sobre este tópico.

O papel do estado na gestão do ativo líquido e da moeda soberana

O Estado é o ente responsável pela gestão do ativo líquido e das condições de liquidez, ou seja pela gestão de liquidez na economia. O ativo líquido e a gestão de liquidez são, por isso, na perspetiva económica, bens privados sujeitos à administração pública; e bens públicos *lato sensu*, na perspetiva jurídica.

Por sua vez, a moeda soberana (que na perspetiva jurídica, beneficia das características de curso legal e poder liberatório) encontra-se numa relação de convertibilidade com o ativo líquido.

A gestão dessa relação de convertibilidade, ou seja, a gestão da liquidez na economia é feita principalmente sob duas dimensões. A interna, em que a gestão é feita pela política monetária; e a internacional, em que a gestão é feita pela política cambial. Naturalmente, estas duas ferramentas de política económica estão interligadas, inclusive com o instrumento da política fiscal.

Nessa perspetiva o ativo líquido é o único que incorpora as características da liquidez: ou seja, aquele ativo cujo valor não é influenciado pelo tempo e, dessa forma, não está sujeito à técnica de desconto. Isso fica evidente, por exemplo, no papel do ouro (no passado) ou do cesto de moedas (especialmente, o dólar norte-americano, atualmente) enquanto ativo líquido.

Na pirâmide dos ativos aceites como meios de pagamento, o ativo líquido está no seu topo. Em seguida, a moeda soberana que, na perspetiva interna e desde que respeitada a relação de convertibilidade, dispõe de certas características da liquidez. Abaixo desse nível temos a moeda bancária e, após esta, os demais instrumentos aceites como meio de pagamento. Os ativos de *shadow banking* parecem estar numa zona intermédia entre a moeda bancária e os demais ativos de crédito.

No entanto, abaixo da moeda soberana, há um elemento de crédito nesses meios de pagamento que os diferenciam do ativo líquido e da moeda soberana (desde que respeitada a relação de convertibilidade). Em momentos de expansão económica a linha entre a moeda (ativo líquido e a moeda soberana na sua relação de conversão) e os ativos de crédito fica imprecisa. Por outras palavras, a relação de convertibilidade entre o ativo líquido e os demais ativos (especialmente a moeda soberana) fica distorcida. Os intermediários financeiros (bancários e não-bancários) têm uma responsabilidade nessa distorção. Ao facilitarem o crédito e, dessa forma, os meios de pagamento, expandem a base da pirâmide criando “liquidez” (em sentido impróprio) no mercado. Assim se criam as bolhas e as situações de *Speculative* e *Ponzi finance* (como proposto por Minsky).

Os intermediários financeiros estão por isso no centro da evolução dos ciclos económicos. Na sua ação determinada por incentivos privados criam situações de fragilidade que põem em causa o ativo líquido e a sua gestão pelo Estado. Esse é o motivo que justifica e estabelece o limite para a intervenção do Estado nas atividades de intermediação financeira.

A função do Estado deve ser, por isso, a de intervir (utilizando a regulação, a supervisão, as medidas financeiras e a função de *Lender of Last Resort*) com os instrumentos de política económica ao seu dispor (políticas monetária, fiscal e cambial) para manter a razão de conversão entre a moeda soberana e o ativo líquido.

Os objetivos políticos e jurídicos que o Estado deve observar na intervenção sobre as atividades de intermediação financeira não são claros

A intervenção sobre as atividades de intermediação financeira deve ser utilizada quando se demonstrar como forma mais eficiente de gerir o ativo líquido e as condições de liquidez. A eficiência é aferida em relação e conjunção com a alternativa da utilização dos instrumentos de mercado como forma de garantir a disciplina económica e financeira. Esta ideia deve servir como orientação e limitação à ação do Estado.

A gestão do ativo líquido e das condições de liquidez deve estar claramente orientada por princípios e objetivos constitucional (preferência) ou legalmente (alternativa) determinados. Esse não parece ser o caso hoje, onde a norma jurídica parece desempenhar uma função meramente instrumental às condições políticas e económicas na intervenção sobre as atividades de intermediação financeira.

A proposta normativa de quais seriam esses princípios é oferecida assumindo o contexto de um Estado de Direito Democrático. Eles dividem-se em três grandes linhas: princípios sobre a partilha de informação, os princípios da gestão da liquidez como objetivo e os princípios sobre a questão institucional.

Em primeiro lugar, é essencial que o Estado exerça supervisão para recolha de informação que o habilite a tomar decisões e torne útil a sua gestão do ativo líquido e das condições de liquidez. Esta supervisão e recolha de informação deve ser materialmente distinta da intervenção do Estado nas atividades de intermediação financeira. Ela tem, também, um caráter internacional que deveria orientar os Estados a cooperar nos esforços individuais e coletivos de gestão do ativo líquido. Este princípio está diretamente relacionado com o preenchimento regulatório do espaço transnacional.

Em segundo lugar, os princípios da gestão da liquidez como objetivo. Estes pretendem desenhar claramente o benefício da ação das forças de mercado na gestão do ativo líquido, por um lado. Por outro, a descrição de como essas forças devem constituir um limite e ser aproveitadas na ação do Estado. Assim, e num primeiro ponto, a ponderação entre competição e estabilidade. Se a Grande Depressão pode ter demonstrado que demasiada concorrência entre intermediários financeiros pode colocar em causa o ativo líquido e as condições de liquidez, a GFC demonstrou também que a excessiva concentração (com os problemas do *too big* e *too interconnected to fail*) pode impossibilitar a atuação do Estado nessa mesma gestão. Num segundo ponto, a ideia de que o Estado não deve subsidiar empresas inviáveis, e que deve deixar que os mecanismos de disciplina do mercado funcionem. Este é um ponto especialmente importante para lidar com o risco moral, e orientar os limites da função de *Lender of Last Resort*. Isso quer dizer que o Estado deve, quando possível, não intervir e permitir que os elementos de disciplina do mercado (solvência de curto e longo prazo, de forma a evitar a falência) tragam racionalidade ao preço dos ativos. A ameaça de insolvência e falência, refletidos no risco e nas taxas operadas, devem ser os elementos de disciplina relevantes. A atuação do Estado (inclusive na utilização do *backstop* público na função de *Lender of Last Resort*) não podem substituir o livre desenvolvimento das atividades económicas num contexto de mercado. Como referido por Minsky, ela deve ser suficientemente atempada para evitar uma depressão. Mas não pode ser demasiado expedita, para evitar a criação de bolhas e a falta de correção das fragilidades nos períodos posteriores anteriores à intervenção. Num terceiro ponto, o princípio de que o suporte deve priorizar a ação do *big government* em detrimento da função de *Lender of Last Resort*. Este aspeto é essencial para tratar o problema do risco moral. Por priorizar a utilização do ativo

líquido na estabilização da economia como um todo, e não apenas no sector de intermediação financeira (que sempre se beneficiará indiretamente, e como um todo, desta forma de suporte).

Em terceiro lugar, o princípio da questão institucional. Este clarifica que o poder legislativo (enquanto órgão representativo) deve conduzir o exercício de ponderação entre incentivos privados e objetivos coletivos a todo o momento (antes, durante e após as crises). Os bancos centrais são úteis na execução de ponderações prévias; mas essas decisões de ponderação devem ser feitas pelo órgão com representatividade da sociedade. Em seguida, refere-se que esse exercício de ponderação deve ser feito de forma transparente e com prestação de contas sobre os resultados. Tanto da ponderação num momento prévio, como da sua execução subsequente. Finalmente, o princípio de que o poder legislativo deve reconhecer a importância do funcionamento de mercado, restando-se de intervir excessivamente na sua ação.

Papel do Direito

Tendo em conta tudo o exposto, o papel do direito deve ter duas dimensões: uma estática, referente aos princípios da gestão do ativo líquido e das condições de liquidez. O conteúdo proposto para esta dimensão corresponde ao descrito na conclusão anterior. A outra dinâmica, para acompanhar as mudanças na expansão e retração da pirâmide dos meios de pagamento e a ponderação entre os incentivos privados e os objetivos coletivos. Essa necessidade de dinamismo, em parte contrário à natureza reativa do direito, implica uma modificação na forma de elaboração das normas. Estas não devem ser estritas ou comandos diretos; mas antes expressas em margens claras de possibilidades de intervenção. Uma fórmula de discricionariedade vinculada que o operador terá de aplicar num ponto ótimo em cada caso e tempo determinados. Dessa forma é possível oferecer segurança e adaptabilidade à aplicação da norma jurídica. Esta adaptabilidade é especialmente importante para enfrentar a questão da arbitragem regulatória, contribuindo para a diminuição da fragilidade e a ponderação do risco moral e do problema distributivo.

O modelo de *shadow banking*, resultante de arbitragem regulatória, é um exemplo de como a utilização equivocada das ferramentas disponíveis pode contribuir para a formação da fragilidade. Essa proatividade (em contraponto à reatividade) torna o direito uma ferramenta útil para a gestão da intervenção do Estado no ciclo económico.

Por outro lado, os desafios da natureza internacional da atividade de intermediação financeira contra a jurisdição limitada do Estado permanecem. A necessidade de coordenação e cooperação jurídica e política entre os Estados continua relevante, e deve ir além de meros aspetos técnicos. O exemplo da resposta à GFC (nessa dimensão de vontade política, independentemente do valor das soluções implementadas) é encorajador para o futuro sobre a possibilidade e continuidade dos esforços de cooperação. O direito desempenha também um papel fundamental na esfera internacional. Apenas um arcabouço jurídico claro e completo que integre a dimensão internacional da atividade de intermediação financeira habilitará os Estados a fazerem uma gestão eficiente da do ativo líquido e das condições de liquidez. Permite preencher o vácuo do espaço transnacional, em benefício da segurança jurídica. Esta é uma necessidade primordial para enfrentar, simultaneamente, o problema da arbitragem regulatória entre jurisdições e a dimensão da relação da manutenção da relação de conversão com o ativo líquido (antes e durante a função de *Lender of Last Resort*).

A intervenção pode tomar a forma da emissão de normas (como normalmente é feito, inclusive na resposta à GFC) ou de uma medida financeira (como proposto por Pigou). Como se verificou, a proposta de não intervenção de Coase também pode ser útil até certos limites (para deixar atuar as forças de mercado, e até que seja preciso utilizar a função de *Lender of Last Resort* para evitar uma situação de deflação). A aplicação de uma medida financeira na forma de pagamento de preço pela utilização do backstop público parece ser uma forma adequada de tratar o problema distributivo inerente, por exemplo, ao modelo de negócio de *shadow banking*. Dessa forma é feita uma efetiva proteção dos contribuintes e se evita a situação de risco moral que pode decorrer da função de *Lender of Last Resort*.

A segunda questão colocada era a de perceber como as atividades de intermediação financeira influenciam a gestão da liquidez, de forma a justificar a intervenção do Estado.

A natureza das atividades do sector financeiro, e naturalidade do modelo de negócio do *shadow banking*

Ao fazer uma breve digressão histórica pelas origens das atividades dos intermediários financeiros, no capítulo 1, foi possível ver que os intermediários bancários e não-bancários formavam um mercado de intermediação financeira único até 1914 e à Grande Depressão.

Como se verificou no capítulo 2, os incentivos dos intermediários financeiros (inclusive os bancários) é capturar os prêmios decorrentes da intermediação de crédito e da oferta de ativos líquidos aos agentes com acesso imperfeito ao mercado financeiro. O lucro dos intermediários financeiros resulta da combinação entre a captura do prêmio de liquidez e a captura do prêmio de risco dos ativos de crédito. Os intermediários financeiros (inclusive os intermediários bancários) têm um incentivo para continuar a expandir o seu balanço: se não via capital e recursos internos, via alavancagem (depósitos e títulos de dívida).

Como se viu, esses incentivos privados encontram-se em tensão com os incentivos e objetivos coletivos. Inclusive com o principal, o da gestão eficiente do ativo líquido e das condições de liquidez na economia.

O modelo de negócio do *shadow banking* nada mais faz do que refletir essa tendência: a de que os incentivos privados impulsionem os intermediários financeiros (neste caso os bancários) para encontrar novas formas de aumentar o seu balanço em busca de lucro nos mercados de intermediação não-bancário. Uma tendência tão verdadeira hoje, como no passado (pré-1914). O mercado financeiro de intermediação não-bancária é o local onde os bancos encontram os recursos para efetuar essa expansão dos seus balanços. A separação entre mercados é artificial, sendo que os intermediários têm incentivos naturais a funcionar num único mercado de intermediação.

Os requisitos de capital e demais normas do atual modelo de intervenção pretendem contrapor esse incentivo natural à continua alavancagem dos intermediários financeiros bancários. Dessa forma pretendem acautelar-se a formação de fragilidades possivelmente decorrentes de uma alavancagem excessiva, e que se traduzem em externalidades negativas (principalmente, os efeitos nos ciclos económicos, as corridas aos depósitos – *bank runs*, e depreciação indireta de ativos por vendas com desconto – *fire sale*). Externalidades negativas essas normalmente suportadas pela coletividade.

A resposta a essas limitações é a arbitragem regulatória, ultrapassada pela inovação financeira e especialmente traduzida nas relações em cooperação e coevolução entre intermediários (ao invés das meras relações de competição). O objetivo é a criação de produtos legais que escapem às constrições impostas pela intervenção do Estado nas atividades de intermediação financeira, e permitam a alavancagem dos intermediários financeiros além dos limites impostos. Neste caso, são especialmente relevantes aquelas limitações impostas aos intermediários bancários pela sua participação no sistema de pagamentos. O modelo de negócio do *shadow banking* utiliza essa ferramenta para expandir as atividades lucrativas e fontes de

financiamento dos intermediários financeiros bancários aos demais mercados de intermediação financeira não-bancária.

A divisão artificial de atividades, após a Grande Depressão

A atividade dos intermediários financeiros bancários foi formal e estruturalmente separada do restante sector de intermediação financeira, na intervenção do Estado nas atividades de intermediação financeira como resposta à Grande Depressão.

Tanto os *bank runs* como os *fire sales* foram poderosos instrumentos de contágio (direto e indireto) da crise económica e financeira a todos os agentes do setor (bancários e não-bancários). A oferta de um *backstop* público e a ação como *Lender of Last Resort* foi fundamental, à época, para restaurar a confiança no sistema, estabilizar os preços dos ativos e evitar a quebra de outros intermediários financeiros bancários.

O suporte do orçamento público não veio de graça. Aos intermediários bancários, identificados como agentes de mercado especiais (pela natureza do seu negócio, como *maturity* e *liquidity transformation* e pela participação no sistema de pagamentos), foi oferecida uma proteção especial. Principalmente com o suporte permanente do *backstop* público representado na função (explícita ou implícita) da função de *Lender of Last Resort* pelas operações estabilizadoras do banco central público (diferente do proposto por Bagehot, quando o banco central era uma entidade privada) e com a oferta da garantia de depósitos (para os pequenos depositantes). Em troca dessa proteção especial, os bancos foram formalmente separados do restante dos mercados financeiros. Uma separação estrutural entre intermediação bancária e não-bancária foi erigida.

Esta divisão, como se disse, é artificial. Porém, continuou a vigorar em termos diferentes. Até à década de 1970/80 a separação entre banca e banca de investimento era estrita. Essa alteração estrita foi flexibilizada até à sua cessação, permitindo a participação (direta ou indireta) dos intermediários bancários noutros mercados financeiros de intermediação não-bancária. Sem que, no entanto, a diferença prática de acesso direto ao *backstop* público de intermediação bancária tenha cessado. Nesses outros mercados, os intermediários financeiros bancários executam os seus incentivos naturais e criam redes de interação com intermediários financeiros não-bancários, mas sem que tenham perdido o seu acesso ao suporte do *backstop* público.

O *backstop* público como acelerador dos incentivos naturais dos intermediários bancários

A intervenção era o “preço” imposto aos intermediários bancários pela existência de um *backstop* público. Naquele modelo de separação estrita entre mercados (de intermediação bancária e não-bancária) o *backstop* público era um elemento de estabilidade e suporte à confiança dos depositantes nas instituições de intermediação bancária. A existência de um sistema financeiro saudável, que salvaguarda o ativo líquido, é condição essencial para a salubridade da economia real.

No entanto, como se referiu, a estabilidade financeira não é um objetivo em si mesmo. Esse objetivo deve estar em ponderação com outros, por exemplo, o desenvolvimento económico. Neste caso, a rigidez imposta pela divisão entre mercados privilegiava a estabilidade sobre a eficiência, levando à perda de atividade económica. Recursos que poderiam estar disponíveis aos agentes da economia, deixam de estar. Por esse motivo, a partir da década de 1970/80, como se viu, a separação estrutural deixa de estar presente (progressivamente até à cessação total). Estavam reunidas as condições para a reunião do mercado de intermediação financeira num único modelo de negócio, facto que resulta, de resto, dos incentivos dos intermediários financeiros (como se viu).

Quando a separação estrita entre mercados cessa, o *backstop* público adquire uma outra natureza. Passa a ser um subsídio dos contribuintes às atividades dos intermediários financeiros. Beneficia diretamente intermediários bancários, e indiretamente aos não-bancários. Isto exacerba os incentivos para a tomada de risco pelos intermediários bancários, má precificação dos ativos na economia (pelo efeito do subsídio público, explícito ou implícito, do *backstop*) prejudica a estabilidade económica por permitir a criação de fragilidades excessivas (criando *bubble and bust cycles*) e prejudicando a intervenção do Estado na economia (através das políticas monetária, fiscal e cambial). A intervenção do Estado, e especificamente a regulação do modelo de atividade, pretende funcionar como contraincentivo de função equivalente à separação material estrita entre mercados de intermediação. Mas tem limites pela prática de arbitragem regulatória pelos intermediários financeiros.

O modelo de negócio de *shadow banking* é a síntese práticas dos condicionalismos enumerados. Em primeiro lugar, o incentivo dos intermediários bancários para continuar a fazer crescer o seu balanço. Isso apesar das medidas regulatórias (pelo uso da arbitragem regulatória), e utilizando explicitamente o *backstop* público na elaboração desses instrumentos.

Em segundo lugar, ao oferecer esses produtos que utilizam garantia implícita do Estado, os intermediários bancários prejudicam os instrumentos de gestão pública da economia. Por exemplo, ao expandirem artificialmente e com base na garantia implícita, a pirâmide dos ativos utilizados como meio de pagamentos. Por outras palavras, colocam em causa a estabilidade económica e financeira pela má precificação dos ativos (valor do ativo sem garantia implícita vs. valor do ativo com garantia implícita).

Ao criar uma exposição dos intermediários bancários e/ou de intermediários não-bancários ligados à intermediação bancária, a garantia implícita torna-se uma *self-fulfilling prophecy*. Assim, em terceiro lugar, as políticas monetária e fiscal ficam “obrigadas” a intervir em entidades (bancárias e não-bancárias) que sejam *too big or too interconnect to fail* porque estaria em causa a solvência do sistema de intermediação bancária (e, com ele, a estabilidade do sistema de pagamentos) Isso prejudica outras prioridades políticas, determinadas de acordo com as circunstâncias (fáticas, económicas e jurídicas). Na prática afeta a utilização do ativo líquido em benefício dos incentivos privados dos intermediários, e em prejuízo dos demais objetivos coletivos da sociedade.

Por isso, e finalmente em quarto lugar, reforça-se uma situação de *moral hazard* onde os contribuintes assumem os custos das externalidades negativas das atividades de intermediação financeira (bancária e não-bancária, no caso do modelo de *Shadow Banking*). Enquanto os privados internalizam as externalidades positivas das suas atividades. Numa formulação contemporânea e popular: privatização dos lucros e socialização dos prejuízos das entidades financeiras.

Tudo o que foi descrito, acima, pôde ser observado na GFC. As declarações políticas daquele momento histórico demonstram que as autoridades identificaram estes problemas como questões a serem tratadas. Poder-se-ia, nesse sentido, esperar uma resposta completa, por parte das autoridades. Foi isso, inclusivamente, que foi prometido.

A terceira questão passava por entender a resposta à GFC e a suficiência das soluções encontradas, considerando as duas respostas anteriores. Vistos os deveres do Estado para a gestão do ativo líquido e a gestão das condições de gestão da liquidez, e os incentivos presentes no mercado de intermediação financeira, resta verificar se as reformas implementadas atenderam às necessidades identificadas.

As alterações na regulação após a GFC não mudaram o sistema

A GFC é um tipo de evento não recorrente e distinto de outras crises financeiras menores e, essas sim, recorrentes. A sua dimensão torna-a comparável à Grande Depressão. Pela sua relevância poder-se-ia esperar uma resposta institucional e um nível de intervenção similar àquela que resultou da Grande Depressão.

O que se conclui, neste trabalho, é que provavelmente as mudanças ficaram aquém do desejável. A resposta à GFC não alterou decisivamente o arcabouço regulatório e/ou institucional da intervenção sobre as atividades de intermediação financeira vigente desde 1970/1980.

As alterações tidas como positivas passam pelo aumento dos meios de preparação do Estado para a recolha de informação. Tanto na perspetiva interna, como na perspetiva internacional pelo aumento dos fóruns permanentes de cooperação internacional (de direito internacional público, como as organizações internacionais; ou de natureza bilateral ou multilateral, como o G20, o FSB ou o BIS). Estes últimos fóruns podem ser criticados por pouco representativos, ou por não serem estruturas clássicas de direito internacional público (organizações internacionais). Mas prestam o importante serviço de serem fóruns formais de cooperação internacional, e de com a sua ação preencherem lacunas normativas (com a emissão de *soft law*) no espaço transnacional. Um espaço entre jurisdições fundamental e muito utilizado pelos intermediários financeiros para arbitragem regulatória entre jurisdições.

Já na perspetiva contrária, (a) manteve-se a aposta na regulação do capital para controle de risco, (b) não foi reerguida a separação estrita e material estrutural na intermediação (embora essa não seja a solução defendida neste trabalho, tem a vantagem de ser uma forma de intervenção clara), embora em algumas jurisdições vigore uma versão não estrita e flexibilizada dessa regra (nos EUA, em algumas jurisdições europeias, e na China pelo efeito prático da garantia implícita), (c) pelo aumento do papel da supervisão do Estado, não como mero observador que coleta conhecimento e informação sobre a atividade, mas em certos aspetos como interventor sobre a gestão e o modelo de negócio dos intermediários financeiros (especialmente dos bancários, mas também dos não-bancários); (d) o papel circunstancial e relativamente pouco relevante que o órgão democrático representativo, o poder legislativo, continua a ter sobre estes temas (tanto na resposta à GFC, como nos períodos subsequentes de ponderação entre objetivos; e com diferentes níveis de gradação, onde o poder legislativo teve um papel mais relevante nos EUA, e o Brasil onde foi absolutamente irrelevante), e (e) foi agravada a questão do risco moral e do problema distributivo, pelas alterações feitas à natureza

jurídico-política da função de *Lender of Last Resort*, que em algumas jurisdições (EUA e UE) foi formalmente estendida a certos intermediários não-bancários (pelos critérios de solvência e importância, *too big* ou *too interconnected to fail*).

A modificação mais relevante talvez tenha sido o aumento do papel do Estado enquanto supervisor e interventor na intermediação financeira. Esse facto é importante pelas consequências democráticas e de regime que a natureza, papel e extensão da intervenção do Estado sobre as atividades de intermediação financeira passaram a ter. Essa questão ontológica é agravada pela falta de legitimidade em que a ponderação política e jurídica entre os incentivos privados e objetivos públicos tem. Afinal, uma parte substancial dessa ponderação não é feita pelo poder legislativo. A transparência, legitimidade e representatividade da gestão do ativo líquido e das condições de liquidez sofre com essa ausência de legitimidade, que privilegia as agências de regulação e supervisão especializadas.

Assim, em primeiro lugar, foram criadas algumas entidades de coordenação e supervisão entre mercados (de intermediação bancária e não bancária). No entanto, o objetivo dessa mudança institucional é simplesmente criar a infraestrutura para que a informação entre reguladores flua entre mercados de intermediação. Nem unifica os mercados; e nem quebra a separação artificial entre eles. Podendo ser uma questão útil, na perspetiva da logística das atividades de regulação e supervisão, não resolve a questão material.

Por sua vez, e em segundo lugar, o reforço do papel do Estado na supervisão reforça a atual mera aparência de *trade-off* entre liberdade (para desenvolvimento da atividade privada) e segurança (pela existência de garantia pública implícita do *backstop*). Ao reforçar o seu papel, o Estado reforça também a presunção de que irá atuar em caso de necessidade, fazendo essa noção com que a escolha acima referida de facto não exista. Os intermediários financeiros incorporam essa realidade no seu modelo de negócio. A premissa de que o Estado irá atuar para estabilizar o sistema financeiro, independentemente do risco inerente às estratégias, já era e continua a ser incorporada aos modelos de negócio. O Estado reforça essa premissa de duas formas: primeiro, ao aumentar o seu poder de direção sobre as atividades dos privados. Através das reformas prolatadas o Estado adquiriu um grande poder de supervisão e, mesmo, direção sobre as atividades dos entes privados. Uma atividade que, na sua origem e na maioria dos aspetos da sua prática é privada, foi materialmente publicizada. Em segundo lugar, porque muitas das reformas implementadas (por exemplo, os requisitos de liquidez, as regras de insolvência) foram elaboradas para viabilizar um período de intervenção e saneamento pelo Estado (pressupondo que essa intervenção vai ocorrer).

Da mesma forma, e em segundo lugar, a presunção de suporte do *backstop* público foi reforçada. Esse reforço vem de dois elementos: a legitimação do modelo de negócio dos intermediários bancários (especialmente do modelo de *Shadow Banking*), e o reforço do papel do Estado na regulação e supervisão do sector de intermediação financeira (bancária e não-bancária). A legitimação é factual. Decorre tanto do suporte dado na GFC do histórico de suporte concedido noutras crises financeiras anteriores. Como decorre também da manutenção do suporte do *backstop* público sem que haja separação material entre as atividades dos intermediários ou medida de eficácia equivalente (já que a regulação, a opção privilegiada, sofre com a questão da arbitragem regulatória). Mais do que isso, com a formalização de apoio a intermediários não-bancários (observadas condições específicas de dimensão e conexão com o sistema).

Em suma, parece justo dizer que as alterações regulatórias implementadas reforçam os incentivos naturais dos intermediários bancários. Por outro lado, legitimam as práticas do modelo de negócio (inclusive o *shadow banking*) e, de certa forma, fomentam a criação de riscos no sistema (na perspetiva do gestor, e perante a garantia pública, a estratégia racional é aumentar o risco das atividades de forma a aumentar o retorno). A intervenção implementada (com o aumento de custos regulatórios) parece apenas fomentar a concentração das atividades de intermediação bancária em grandes entidades, perdendo-se competitividade e acentuando a necessidade de intervenção do Estado (pelos riscos de *too big* e *too interconnected to fail*). Da mesma forma, parecem incentivar (pela arbitragem regulatória) a transferência das atividades de intermediação financeira do setor bancário para o não-bancário. Continuando presentes as vias de transmissão direta e indireta.

As reformas promulgadas, implementadas com bastante uniformidade nas diferentes jurisdições estudadas, parecem ter sido uma oportunidade perdida para definir as questões fundamentais: qual a razão da regulação financeira, qual o papel do Estado na regulação financeira e quais os limites da regulação financeira. A resposta, como se viu, é a gestão do ativo líquido e a das condições de liquidez em benefício do ciclo económico e da soberania do Estado. A definição clara destes objetivos parece ter sido a grande oportunidade perdida da resposta à GFC.

Os potenciais riscos emergentes do modelo de *shadow banking* persistem no atual modelo regulatório e exigem uma resposta alternativa

Estas conclusões demonstram que o modelo de negócio do *shadow banking* continua a ser uma ameaça à estabilidade financeira. Por se basear num incentivo estatal (*backstop* público) que distorce a avaliação dos ativos, o tratamento deste modelo de negócio faz-se menos pelo estabelecimento de regras regulatórias do que pela definição clara do papel do Estado na intervenção sobre as atividades de intermediação financeira.

Afinal, a regulação financeira nada mais é do que a proteção do elemento material fundamental do *backstop* público. Esse elemento material consiste no papel do Estado enquanto monopolista da gestão e distribuição do ativo líquido. Um primeiro elemento de uma alternativa deve esclarecer isso, pela definição de normas jurídico-políticas (constitucionais ou legislativas) de orientação da conduta do Estado na gestão do ativo líquido e das condições de liquidez.

Em segundo lugar, a intervenção do Estado deve ser feita no contexto do mercado. Deve levar em conta as tendências e regras do seu funcionamento deste último na sua intervenção. Em duas dimensões: primeiro na necessidade de recolha de informação para que a sua ação de intervenção seja efetiva. Na segunda, pelo aproveitamento e consideração dos mecanismos de mercado (por exemplo, e com um papel fundamental) a disciplina de mercado como forma de evitar e mitigar a formação de fragilidades. Ambas são especialmente importantes na função de *Lender of Last Resort*. Seja para orientar a ação do Estado (na primeira dimensão), seja para oferecer limites e evitar a intervenção excessiva desta função (uso excessivo do ativo líquido nesta função estabilizadora).

Neste sentido, as lições de Coase sobre a utilidade da barganha dos privados para o alcance da eficiência são instrumentos úteis. Mas não suficientes, como a experiência histórica evidencia. Num modelo alternativo a função de *Lender of Last Resort* continua a ser fundamental. Mas também a potenciar a ocorrência de risco moral e problemas distributivos. Para enfrentar este problema, a intervenção através da imposição de medidas financeiras é muito importante.

A intervenção deve ser efetiva pela aplicação de uma medida financeira que resolva o problema distributivo inerente à utilização do *backstop* público pelos privados (*moral hazard*). No modelo alternativo proposto essa medida deve resultar de coordenação internacional, de forma a evitar a arbitragem regulatória entre jurisdições. Ela deve ter a natureza de uma taxa (e não de imposto) cobrada na emissão de produtos financeiros (especialmente aqueles originados pelo modelo de *shadow banking*). Essa taxa reflete a potencial utilização do ativo líquido pela atividade ou instrumento, e é medida em função do risco. Neste modelo, o produto dessa taxa

é encaminhado para um fundo de estabilização contra cíclico destinado a financiar o *big government* na sua função de normalização do ciclo económico. Este fundo suporta diretamente a economia real e, indiretamente, o sistema de intermediação financeira. Permitindo, dessa forma, que a função de *Lender of Last Resort* seja tão só e apenas uma função de estabilização (permitido pela centralidade do suporte concedido pelo *big government*) e não de resgate ao sistema financeiro (resgatando instituições ou grupos de instituições de intermediação financeira).

Esta é uma forma eficaz de enfrentar o problema da arbitragem regulatória, por um lado. Também os problemas do risco moral e da questão distributiva, por outro. Os contribuintes já não são os principais responsáveis pelo resgate do sistema de intermediação financeira, que é autorizado a falhar (inclusive os intermediários bancários) e o suporte é concedido à sociedade como um todo (e não apenas ao sistema financeiro). Ao mesmo tempo que a natureza especial (e frágil, pela execução das funções de *maturity* e *liquidity transformation*) inerente à atividade dos intermediários financeiros e o sistema de pagamentos são acautelados pela função estabilizadora da função de *Lender of Last Resort*. Esta forma de intervenção beneficia diretamente da proposta de intervenção de Pigou, pela imposição de uma medida financeira como forma de aumentar a eficiência da atividade económica e da distribuição.

Neste ponto específico, a regulação prolatada após a GFC tomou outro rumo. Foi imposta pelo menos uma contribuição financeira pela utilização do *backstop* público, na forma do custo regulatório de retenção de capital no balanço dos bancos. Esta solução tem o óbvio problema de não resolver o problema distributivo, porque essa contribuição ainda reverte a favor dos intermediários financeiros e dos seus acionistas. Tem o outro óbvio problema de fomentar a utilização de soluções de arbitragem regulatória, como as expressas no modelo de *shadow banking*. Ao contrário do modelo proposto, que são um fator de estabilização por atuarem no sentido contrário. Seriam um incentivo a diminuir os custos decorrentes de estratégias mais arriscadas. Outra contribuição financeira imposta foi a efetuada para os fundos de resolução. Esta solução, vista em duas das jurisdições estudadas, é melhor que a contribuição efetuada no balanço; mas tem o problema de a utilização do fundo ser dirigido aos intermediários financeiros, e não ao restante da economia. Ou seja, ajudar a resolver a questão do problema moral; mas não resolve totalmente a questão distributiva que lhe está relacionada.

A conclusão geral é a de que apesar de a GFC ter uma dimensão que o torna comparável a eventos com a Grande Depressão, desta vez as mudanças implementadas não mudaram o

modelo de negócio existente. Pelo contrário, parece que as reformas na intervenção das atividades de intermediação financeira podem ter acentuado os incentivos privados já existentes. Com o aumento aos limites de crescimento dos balanços dos intermediários financeiros (bancários e não-bancários) e o aumento do incentivo à arbitragem regulatória. Também com a tentativa de clarificar a função de Lender of Last Resort, e a criação de incentivos a estratégias de maior risco (e maior retorno) que considerem o *backstop* público.

As ameaças à gestão do ativo líquido e das condições de liquidez mantêm-se, bem como a racionalidade para que modelos como o de *shadow banking* persistam. Mais do que isso, se tornem reconhecidas fontes de fragilidade. Isso mesmo foi detalhado nos capítulos 2 (com as Figuras 3 a 9) e 5 (com os estudos do FMI e do BCE).

A fragilidade, na forma de dívida, acentuou-se. Não apenas nos últimos anos, mas seguindo uma tendência das últimas décadas. Como antes da GFC, essas fragilidades parecem ter-se formado principalmente fora do sistema de intermediação bancária. Essas evidências para reforçar as conclusões apresentadas, e reforçar a importância do modelo de *shadow banking*. Estava incluído no “*banking as usual*”, que motivou a resposta de intervenção à GFC, e parece não ter só permanecido. Parece também ser um modelo cuja utilização se acentuou após a GFC.

Essa criação de fragilidade decorreu da conjugação de certas condições que, agora, estão em alteração. A demografia da segunda metade do século XX, e a inserção da China no comércio internacional no final do século XX e início do século XXI. Mas essas condições estão em estágio de transição para uma nova formulação. Esse é o diagnóstico que fazem Charles Goodhart e Manoj Pradhan⁷⁰²:

“The rise of China and demography created a ‘sweet spot’ that has dictated the path of inflation, interest rates and inequality over the last three decades. But the future will be nothing like the past - and we are at a point of inflexion. As that sweet spot turns sour, the multi-decade trends that demography brought about are set for a dramatic reversal. Many of our conclusions are controversial. Neither financial markets nor policymakers are prepared for a significant rise in inflation and wages, or a rise in nominal interest rates. Our other predictions are more benign – productivity will rise and labour will reclaim a greater share of national output., reducing the inequality that has led so much social and political upheaval. Regardless of whether we are right or wrong, the effects of the ‘Great Demographic Reversal’ will be

⁷⁰² GOODHART, CHARLES. PRADHAN, MANOJ (2020), Pág. 1.

pervasive across finance, health care, pension systems, and both monetary and fiscal policies. Of one thing we are sure, the future will be nothing like the past.”

Perante a alta inflação, enorme dívida (pública e privada) e juros altos, os elementos que caracterizam uma situação de fragilidade parecem estar todos reunidos⁷⁰³. Parte destas condições, nomeadamente o aumento da dívida, parecem ser ainda uma decorrência da resposta económica à GFC (sejam elas julgadas como forma de atenuar ou como agravantes da desigualdade)⁷⁰⁴, acentuada e agravada pela resposta aos anos de pandemia do Covid-19. Quer se julguem como mitigantes ou causadores do aumento de desigualdade, a sua origem não é questionada. Mas não há dúvida de esses aumentos de dívida, se têm um efeito positivo no curto prazo, no longo prazo acentuam as condições de fragilidade⁷⁰⁵.

Perante estas condições previstas para o futuro, é essencial que as ferramentas disponíveis para a intervenção sobre as atividades de intermediação financeira sejam úteis para

⁷⁰³ “And, if we are right, future inflationary pressures will drive up interest rates, adding yet further to fiscal problems. In effect, we are in a debt trap. Debt ratios are so high that increases in interest rates, especially in a time in low growth, may drive exposed borrowers into an unsustainable state. As a result, the monetary authorities cannot raise interest rates, either sharply or quickly, without running into the danger of provoking another recession, which itself would make everything worse. But that will leave interest rates, and the accompany flood of liquidity, sufficiently expansionary (accommodating, in Central Bank speak) that debt ratios are likely to increase even further.”. Idem, ibidem, Pág.18 e 19.

⁷⁰⁴ “The deflationary bias over recent decades reinforced by the Global Financial Crisis (GFC), has led to massive expansionary monetary policies, with interest rates, both nominal and real, coming down to historically exceptionally low levels. This has, as was intended, led to a dramatic increase in debt ratios, both in the public and private sectors. (...) At the same time, these low interest rates have, naturally, enhanced asset prices. Sometimes the monetary policies have been accused of exacerbating inequality. But if Central Banks had central banks not expanded, other policies being held constant, unemployment would have been worse, which normally hurts the poorest more. So Central Bank policies have, on balance, probably reduced income inequality. The alternative policies that some suggest would have been greater reliance on expansionary fiscal policies. But not only have public sector debt ratios grown faster over recent decades than in any other previous peacetime period, but also the outlook for expenditures related to health and pensions is such that projections of future budgetary conditions are worrying, to say the least, see Diagrams 1.8 and 1.9.”. Idem, ibidem, Pág. 17 e 18.

⁷⁰⁵. “The advanced economies have become more financialized over the last 150 years, and dramatically so since the 1970s. Never in the history of the industrial world has leverage been higher, whether measured by private credit to the non-financial sector relative to income as we do in much of the paper, or relative to wealth as we do for a more select subsample of economies. A stark fact of our recent past, the “financial hockey stick” is a key feature of history that is exposed by the new dataset we introduce in this paper. But beyond this, the new data can help expand the catalog of available business cycle facts to a much longer time frame, a wider range of countries, and a richer set of macroeconomic and financial variables. Derived from an arduous, multi-year collection effort, the data can help to further our progress towards a new, quantitative, macro-financial history of the advanced economies from which we can derive new business cycle facts. The new facts seen here have significant implications for macroeconomics, probably too many to discuss individually, with many more yet to be discovered by others interested in exploring our new data. At a basic level, our core result — that higher leverage goes hand in hand with less volatility, but more severe tail events — is compatible with the idea that expanding private credit may be safe for small shocks, but dangerous for big shocks. Put differently, leverage may expose the system to bigger, rare-event crashes, but it may help smooth more routine, small disturbances. This meshes well with two recent lines of thinking about macrofinancial interactions.”. JORDÁ, ÒSCAR ; SCHULARICK, MORITZ ; TAYLOR, ALAN M. (2016), Pág 19.

enfrentar estes problemas. O que se conclui, neste trabalho, é que esses instrumentos não parecem estar adaptados às necessidades do futuro. Isto é especialmente importante para jurisdições como Portugal, com uma economia aberta e stocks de dívida (pública e privada) muito elevados para a sua dimensão e importância geopolítica (tanto em termos absolutos como em relação ao PIB).

Este último juízo seria o término do trabalho. Não fosse, na sua fase de conclusão, ter-se despoletado em Março de 2023 uma crise financeira com origem nos bancos regionais americanos. Simultaneamente, com motivos distintos mas afetada por aquelas condições, a resolução do *Credit Suisse*. Este evento é destacado por, pela sua magnitude, ter sido o primeiro grande teste à intervenção pós-GFC. Vários choques (independentes da pandemia de Covid-19, que só veio agravar a situação) de menor magnitude já ocorreram, tendo sido resolvidos sempre pela utilização do *backstop* público (a crise no mercado de *repos*, nos EUA, em Março de 2019; a falência da *Evergrande*, na China, no final de 2021; a turbulência com as *guilds* e os fundos de pensões no Reino Unido, em 2022). Mas não representar um desafio tão significativo como o desses dois casos.

O *Syllicon Valley Bank* e os bancos regionais norte-americanos

Em primeiro lugar, o caso do *Syllicon Valley Bank*. Este banco especializado em serviços às empresas de tecnologia em fase de *start-up* da região do *Syllicon Valley*, nos EUA, sofreu uma verdadeira *bank-run*. O motivo de desconfiança dos depositantes terá sido uma série de perdas contingentes nos títulos públicos de renda fixa com menor risco de crédito e maior fluidez (convertibilidade para moeda soberana) do mundo (os títulos de tesouro norte-americano). Na sequência da pandemia e da grande disponibilidade de liquidez (moeda soberana) o banco aplicou os recursos em títulos de crédito de baixo risco e conservou-os na sua carteira.

Quando adquiridos estes títulos de renda fixa tinham uma taxa de juro baixa no mercado. Como é sabido, o FED alterou a sua política de juros, aumentando as taxas básicas. Esses aumentos de taxa de juros representam perdas no valor presente desses títulos, refletidas na sua negociação em mercado secundário. No balanço do banco são lançados como perdas contingentes. Por isso a perda só se verifica, materialmente, se a venda do título for realizada no mercado secundário. Se o banco levar o título até à sua maturidade, não haverá perda (confirmando-se o valor a receber quando feito o investimento).

O banco apenas precisaria de vender os títulos no mercado secundário se necessitasse de liquidez (moeda soberana) para pagar os seus passivos. Foi exatamente essa necessidade de liquidez que se materializou e causou a desconfiança na solvência e liquidez daquela instituição. Uma *self-fulfilling prophecy*: à medida que os depósitos começaram a sair do banco, a instituição vendia com perda os títulos de dívida pública do seu ativo. Essa perda de depósitos levou a que as autoridades intervissem no banco. Fizeram-no garantindo a totalidade dos depósitos da instituição (indo além do limite máximo normalmente aplicável).

Este banco estava sujeito a um nível de supervisão menor (após a revisão das normas aplicáveis nos EUA, como visto no capítulo 5). Mas cumpria todos os rácios de capital aplicáveis. Também tinha uma estratégia muito conservadora. Estratégia essa que, paradoxalmente, foi o elemento fundamental que acabou por despoletar a desconfiança dos depositantes na instituição. Talvez uma crítica que se pudesse fazer seria a da sua exposição excessiva a uma indústria, e a um tipo de depositantes (problemas de *risk management*, especialmente do lado do passivo). Mas aparentemente nada que justifique o desenrolar dos eventos.

Esta crise acabou por estender-se para outros bancos regionais dos EUA. O mercado identificou aquelas entidades com modelos de negócio similares, que ficaram sujeitos à volatilidade na sua avaliação. Mais uma vez, o *backstop* público foi crucial para atacar o problema do contágio. Mas foi também importante observar a ação estabilizadora dos grandes bancos, e instrumental à intervenção regulatória. Estes são, naturalmente, são também os grandes vencedores desta crise. O problema do *too big to fail* acentuou-se no mercado norte-americano, após esta crise.

Esta crise afetou as avaliações dos bancos, mas a ação estabilizadora dos grandes bancos e das autoridades parece ter sido suficiente para que o contágio não se propagasse (inclusive para a intermediação não-bancária). Mas fica uma questão sobre os motivos para que os grandes bancos, enunciada para pura especulação: quais os reais motivos para que os bancos de grande dimensão se tenham organizado para realizar depósitos nos bancos em dificuldades? Seriam estes bancos *too interconnected*, levando o contágio aos bancos *too big to fail*?

A resolução do *Credit Suisse*

A resolução do *Credit Suisse*, por sua vez, está relacionada com motivos diferentes; embora tenha sido diretamente influenciada pela desconfiança e aversão geral ao risco que o a crise do *Syllicon Valley Bank* e dos bancos regionais norte-americanos estava a causar.

Ao contrário do *Syllicon Valley Bank*, e dos bancos regionais norte-americanos que detinham estratégias de risco similares, o *Credit Suisse* vinham acumulando evidências de que existiam problemas de gestão de risco neste banco (que afetavam ambos os lados do seu balanço). Essa percepção, acentuada pelo ambiente geral, fez com que esta instituição secular fosse a próxima vítima da desconfiança dos mercados. Um desses casos, *Archegos*, refletia até as ligações que persistem entre o sistema bancário e não-bancário. Sendo um exemplo de possível contágio originado no setor não bancário para o setor bancário.

Com uma diferença significativa em relação à crise concomitante dos bancos regionais norte-americanos. Esta instituição tinha uma incontroversa natureza sistémica que fazia com que fosse uma ameaça a todo o sistema financeiro. Numa atuação surpreendente e coordenada com as demais jurisdições, as autoridades suíças decidiram resolver o *Credit Suisse* integrando-o no seu rival o *UBS*.

Três elementos foram essenciais para viabilizar a operação: em primeiro lugar, o desconto no preço de aquisição das ações do *Credit Suisse*. Naturalmente, isto fez com que os acionistas enfrentassem perdas nos seus ativos. Em segundo lugar, as autoridades suíças impuseram perdas aos titulares de instrumentos de dívida antes de esgotar a totalidade do capital da instituição. Este facto constitui uma mudança à ordem legal, que seguia a norma normalmente verificada nas várias jurisdições. Essa conduta das autoridades foi tão grave que gerou uma desconfiança nesse mercado, e obrigou as autoridades europeias a reafirmarem publicamente o seu compromisso com a ordem legal de *bail-in*, também nesta jurisdição (princípio de que os acionistas suportam as perdas em primeiro lugar, e apenas em seguida os detentores de dívida). Essa modificação representou uma perda total para os investidores de US\$ 17 mil milhões, e o motivo foi provavelmente a necessidade de conservação de algum nível de capital que mantivesse a atratividade da operação para o *UBS*. Finalmente, em terceiro lugar, o aspeto mais importante para este trabalho: os contribuintes suíços foram chamados a auxiliar o *UBS* para suportar eventuais perdas resultantes das atividades dos ativos do *Credit Suisse* incorporados. Assim, parte do acordo disponibiliza uma linha de crédito à *UBS* de US\$ 100 mil milhões de francos suíços, e o Estado Suíço protegerá a *UBS* de perdas até 9 mil milhões de francos suíços. Sendo que ainda antes da intervenção, o Estado Suíço já tinha prestado apoio ao *Credit Suisse* (que se veio a mostrar insuficiente para salvar a instituição).

Como se disse, o *Credit Suisse* cumpria todos os requisitos e rácios de capital. Pode ver-se na Figura 1 que a Suíça cumpre integralmente com os standards de BASEL III, o que a torna uma jurisdição comparável às estudadas. É esta conformidade que autoriza a extrapolar as conclusões deste caso para este trabalho (não sendo uma jurisdição incluída no escopo). A Figura 2 mostra que cumpre também largamente os standards internacionais aplicáveis à intermediação não-financeira.

No entanto, sofreu uma corrida de depósitos que obrigou a uma decisão dramática das autoridades.

Este caso, mais do que no do *Syllicon Valley Bank* e dos bancos regionais norte-americanos, permite-nos ver as insuficiências e críticas formuladas à reforma da intervenção sobre as atividades dos intermediários financeiros. Especialmente aqui podem ver-se as limitações à regulação de balanços.

Por outro lado, e mais uma vez, verificou-se que a resposta mais frequente é a intervenção política das autoridades, sem que haja objetivos ou procedimentos claros. Aliás, neste caso isso é tão evidente, que até as regras do jogo, como anteriormente estabelecidas foram alteradas para permitir a intervenção.

Finalmente, fica a dúvida se esta não terá sido a última intervenção possível das autoridades suíças. Afinal, com a incorporação do *Credit Suisse* no *UBS*, cria-se um colosso. Duas entidades que já eram *too big to fail*⁷⁰⁶, foram reunidas numa só que, imagina-se, seja *even bigger to fail*. Ironia das ironias, 15 anos após a GFC, a *UBS* (um dos bancos classificados como irresponsáveis da altura, e auxiliados com dinheiro dos contribuintes) é, agora, a entidade sobrevivente.

Em Março de 2023 não estava claro o que, perante a magnitude dos eventos, poderia vir a ocorrer. No final de Julho de 2023, momento em que este trabalho se conclui, parece que as autoridades foram capazes de estancar o contágio da crise. O papel dos grandes bancos parece ter sido importante nesse trabalho de ancorar as expetativas, ao agirem para fazer o mercado e ao adquirirem os ativos de várias instituições em dificuldades (os maiores bancos norte-americanos e o *UBS* na Suíça foram muito ativos). Claramente, foram também esses, os grandes intermediários bancários, os vencedores desta crise.

⁷⁰⁶ FINANCIAL STABILITY BOARD (2022c), Pág. 3.

De qualquer forma, esta não foi uma simples crise passageira. Apenas considerando o *Credit Suisse*, esta instituição detinha uma dimensão maior do que o *Lehman Brothers* na sua falência, em 2008. Com tudo o que aquele evento representou. Algumas conclusões deste trabalho parecem ter sido confirmadas na prática.

A primeira é a de que o modelo regulatório baseado unicamente em requisitos de capital não foi suficiente para assegurar a confiança nos intermediários bancários. Podem ser úteis (tanto é, que o mercado as utiliza historicamente como sinal de estabilidade), mas são incapazes de trazer confiança em momentos de crise.

Em segundo lugar, parecem ficar demonstradas as insuficiências e limites da supervisão do Estado. A supervisão voltou a atuar em modo emergencial, e para conter a volatilidade dos mercados. Em democracia, poderia ter sido feito algo diferente, por exemplo com uma atuação preventiva? Talvez, no caso do *Credit Suisse*, tendo em conta o histórico recente e público de problemas de gestão de risco (inclusive de risco de crédito) isso pudesse ser discutido. Mas e no caso do *Syilicon Valley*, onde a principal exposição era aos títulos com menor risco de crédito? Parece que se exige uma missão impossível ao Estado. Qual a orientação do supervisor para intervir, tendo em conta que casos tão dispare resultaram no mesmo fim?

Em terceiro lugar, e em ambos os casos, mais uma vez a atuação do Estado na função de *Lender of Last Resort* reforça a presunção de transferência de risco implícita ao *backstop* público. No futuro, maior risco será tomado com base nesta presunção. Modelos de negócio com mais risco, como o de *shadow banking*, foram novamente incentivados. O risco moral permanece e materializou-se mais uma vez. Não por acaso os já citados relatórios do FMI e do BCE, emitidos contemporaneamente a estes eventos, se mostram preocupados sobre as fontes de risco da intermediação não-bancária. O próprio contágio talvez não se tenha operado, inclusivamente, pela disponibilização de mais liquidez global como resposta à crise⁷⁰⁷.

Concluindo, o que estes eventos demonstraram é que a resposta à GFC sobre intervenção do Estado não previne a ocorrência de um novo evento com essa magnitude. Os incentivos naturais dos intermediários financeiros, combinados com as funções dos intermediários bancários (*maturity e liquidity transformation*) já são fatores de instabilidade por si só. A existência de uma promessa implícita de resgate do *backstop* público apenas reforça e

⁷⁰⁷ HOWELL, MICHAEL – “The return of quantitative easing”. Reino Unido: 28 de Junho, 2023. *Financial Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/6d14cad1-00f2-4d39-969f-c01ae1860d34>>

exponencia essa instabilidade crónica, por incentivar decisões com maior risco (e maior retorno). Qualquer resposta, completa e de longo prazo, passa por proteger o ativo líquido pela diminuição da fragilidade. E não pela concessão de incentivos a que essa fragilidade se torne perene. Como mais uma vez, na GFC e em 2023, parece ter acontecido.

De qualquer forma, os eventos já ocorridos parecem ser um sinal de alarme, ao demonstrar as insuficiências da resposta de intervenção do pós-GFC. Se esta crise do início de 2023 não se estendeu (inclusive ao *shadow banking*) e foi contida, foi mais uma vez pela flexibilidade dos bancos centrais e dos Estados para assumir riscos privados e evitar a sua expansão. Os limites do *backstop público*, são os limites do ativo líquido. Esse é o elemento final de disciplina que o direito deveria salvaguardar, e parece que o atual regime não é capaz de cumprir essa função.

Isso, por si só, já justifica uma revisão profunda do papel do Estado na intervenção sobre este sector. Também da intervenção pós-GFC. Trata-se de uma conclusão inesperada para este trabalho, especialmente tendo em conta as expetativas presentes em 2016. Mas como reconhecia Martin Wolf, já em março de 2023⁷⁰⁸, o atual modelo regulatório falhou:

At this stage, it is still not clear how bad this crisis is going to be. But it is already evident that the reforms after the last one, though vastly better than nothing, were not enough, especially after the Trump administration tampered with them. They have not guaranteed a crisis-proof system. They have not provided a smooth way to resolve a bank in crisis, especially if the latter risks becoming systemic.

O futuro não está claro. O aumento da taxa de juros está a vergar a inflação mas, como previsto por Goodhart, acentua a situação de fragilidade que o excesso de dívida traz. Fica a pergunta: o que reservará o futuro? Não se pretende fazer nenhuma previsão catastrofista. Pelo contrário. A nota final é apenas a constatação de que as fragilidades parecem estar a aumentar, num contexto diferente daquela vigente nas últimas décadas: fora do sistema bancário e com poucos limites de intervenção aos incentivos privados. Não tendo uma resposta para o que o futuro reserva, espera-se que este trabalho possa ser uma contribuição para oferecer um

⁷⁰⁸ WOLF, Martin. “Four ways to fix the bank problem”. Inglaterra: 21 de Março, 2023. *Financial Times*. [Consult. 21.03.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/70ce4b8a-1310-4e3c-a891-3c34cd313841>>.

propósito à intervenção do Estado sobre as atividades de intermediação financeira, e para a necessária reforma do sistema existente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Referências bibliográficas:

- ASSAF NETO, ALEXANDRE - *Mercado Financeiro*. 12^a ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.
- BAGEHOT, WALTER - *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Third Edition. London: Henry S. King, 1873.
- CRANSTON, ROSS [ET AL.] - *Principles of Banking Law*. Third Edition. New York, USA: Oxford University Press, 2017.
- ELLINGER, E. P.; LOMNICKA, EVA; HOOLEY, RICHARD - *Ellinger's Modern Banking Law*. Fourth Edition. New York, USA: Oxford University Press, 2006.
- FRANCO, GUSTAVO H.B. - *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. 2^a edição. Rio de Janeiro: Zahar, 2018.
- FRIEDMAN, MILTON - *Money Mischief. Episodes in Monetary History*. New York: Harcourt Brace & Company, 1992.
- GOODHART, CHARLES A.E. . PRADHAN, MANOJ – *The Great Demographic Reversal. Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020.
- GOODHART, CHARLES A. E. [ET AL.] - *Financial Regulation. Why, how and where now?* First Edition. New York, NY: Routledge, 1998.
- HICKS, J. R. - *A Market Theory of Money*. Oxford: Oxford University Press, 1989.
- HORWITZ, STEVEN - *Monetary evolution, free banking, and economic order*. New York, NY: Taylor & Francis, 1992.
- KEYNES, JOHN MAYNARD - *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Ware: Wordsworth Editions Limited, 2017.
- KERN, ALEXANDER - *Principles of banking regulation*. New York, NY, USA: Cambridge University Press., 2019.
- KINDLEBERGER, CHARLES P.; ALIBER, ROBERT Z. – *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crisis*. Seventh Edition. New York: Palgrave Macmillan, 2015.
- KNAPP, GEORG FRIEDRICH - *The State Theory of Money*. Mansfield Center, CT: Martino, 2013.
- MEHRLING, PERRY - *The New Lombard Street. How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton, New Jersey, USA: Princeton University Press, 2011.

- – Money and Empire. *Charles P. Kindleberger and the Dollar System*. Cambridge: Cambridge University Press, 2022.
- MICHIE, RANALD G. - *The Global Securities Market: A History*. Oxford Scholarship Online. Oxford University Press, 2006.
- MINSKY, HYMAN P. – *Stabilizing an Unstable Economy*. United States: McGraw Hill, 1986.
- MISES, LUDWIG VON - *The Theory of Money and Credit*. New York: Skyhorse Publishing, 2013.
- MUSGRAVE, RICHARD A. ; MUSGRAVE, PEGGY B. - *Public Finance in Theory and Practice*. 5th. Singapore: MacGraw-Hill, 1989.
- PIGOU, ARTHUR CECIL - *The economics of welfare*. Fourth Edition. London: Macmillan, 1932. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://oll.libertyfund.org/title/1410>>.
- PIKETTY, THOMAS - *O capital no século XXI*. 1ª. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2013.
- RAHMATIAN, ANDREAS - *Credit and Creed. A Critical Legal Theory of Money*. New York, NY: Routledge, 2020.
- SCHUMPETER, JOSEPH A. - *The Theory of Economic Development*. Abingdon: Routledge, 2021.
- SEN, AMARTYA - *A ideia de Justiça*. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.
- STIGLITZ, JOSEPH E.; ROSENGARD, JAY K. - *Economics of the public sector*. Fourth Edition. New York: W.W. Norton & Company, Inc., 2015.
- TEIXEIRA RIBEIRO, JOSÉ JOAQUIM – *Lições de Finanças Públicas*. 5ª Ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1997.
- VAROUFAKIS, YANIS - *Foundations of Economics. A beginner's companion*. New York: Routledge, 1998.
- VASCONCELOS, MIGUEL PESTANA DE - *Direito Bancário*. 4ª Ed. Coimbra: Almedina, 2023.
- WANG, WEI – *China's Banking Law and the National Treatment of Foreign-Funded Banks*. New York: Routledge, 2013.
- WICKSELL, KNUT - *Interest and Prices. A Study of the causes regulating the value of money*. New York: Sentry Press, 1898.
- WILLIAMS, GUY - *The Evolution of China's Banking System, 1993-2017*. First. New York, NY: Routledge, 2019.
- WOLF, MARTIN - *The Crisis of Democratic Capitalism*. New York: Penguin Press, 2023.

WOLFSON, MARTIN H. - *Financial Crises. Understanding the postwar U.S. experience*. Armonk, New York: M.E. Sharpe, 1986.

Capítulos de Livros:

ARMOUR, JOHN [ET AL.] – “The Goals and Strategies of Financial Regulation”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. First Edition. Oxford: Oxford University Press, 2016b.

--- - “The limits of Financial Regulation”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. First Edition. Oxford: Oxford University Press, 2016d.

BENGTSSON, ELIAS – “Investment funds, shadow banking and systemic risk”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.

ENGELN, EWALD – “How shadow banking became non-bank finance. The conjectural power of economic ideas”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.

GUTTMANN, ROBERT – “The transformation of Banking”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.

MCCULEY, PAUL. “The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey”. In *Insights into the Global Financial Crisis*. Org. LAWRENCE B. SIEGEL. Research Foundation of CFA Institute, 2009. [Consult. 29.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2009/rf-v2009-n5-18.ashx>>

NESVETAILOVA, ANASTASIA – “Introduction. Shadow banking. The political economy of financial Innovation”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.

YAZBEK, OTÁVIO - “Evolução recente da regulação do mercado de capitais – impactos da crise de 2008 e opções de reforma” - In AMARÍLIS PRADO SARDENBERG (ORG.) - *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil: temas para reflexão*, São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015c.

Dissertações e teses acadêmicas:

COSTA, RUI - *Arbitragem, acesso à justiça e democracia no espaço transnacional. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2015. 316 p.* Rede Sirius de Bibliotecas da UERJ [Consult. 20.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bdt.d.uerj.br:8443/bitstream/1/9711/1/Rui%20Miguel%20FINAL%20TOTAL.pdf>>

Artigos (inclusive de periódicos científicos):

ADMATI, ANAT R. [ET AL.] - *Debt Overhang and Capital Regulation (Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods)* [Em linha]. 2012. [Consult. 20.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://ssrn.com/abstract=2031204>>.

ADRIAN, TOBIAS – *Financial Stability Policies for Shadow Banking (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2014. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr664.pdf>.

ADRIAN, TOBIAS ; ASCHRAFT, ADAM B. – “*Shadow Banking Regulation (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2012. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr559.pdf>.

AKERLOF, GEORGE A. – “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism” - In *The Quarterly Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 84, nº 3 (1970), p. 488-500. [Consult. 20.09.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1879431>>.

ALLEN, FRANKLIN ; QIAN, JUN "QJ" – “China’s Financial System and the Law” - In *Cornell International Law Journal* [Em linha]. Vol: 47, nº (2014), p. 449-553. [Consult. 20.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.lawschool.cornell.edu/research/ILJ/upload/Allen-Qian-final.pdf>>.

BARTH, JAMES R. [ET AL.] – “Do bank regulation, supervision and monitoring enhance or impede bank efficiency?” – In *Journal of Banking & Finance* [Em linha]. Vol: 37, nº 8

- (2013), p. 2879-2892. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.030>>.
- BAXTER, LAWRENCE G. – “Capture in Financial Regulation: Can we channel it toward the Common Good?” – In *Cornell Journal of Law and Public Policy* [Em linha]. Vol: 21, nº 1 (2011), p. 175-200. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://scholarship.law.cornell.edu/cjlp/vol21/iss1/9/?utm_source=scholarship.law.cornell.edu%2Fcjlp%2Fvol21%2Fiss1%2F9&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages>.
- BERNANKE, BEN S. – “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression” - In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 73, nº 3 (1983), p. 257-276. [Consult. 26.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1808111>>
- BHATTACHARYA, SUDIPTO ; BOOT, ARNOUD W. A. ; THAKOR, ANJAN V. – “The Economics of Bank Regulation” - In *Journal of Money, Credit and Banking* [Em linha]. Vol: 30, nº 4 (1998), p. 745-770. [Consult. 19.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2601127>>.
- BUCHAK, GREG [ET AL.] - *Fintech, Regulatory Arbitrage, and the rise of Shadow Banks (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2017. [Consult. 14.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w23288>>.
- BUCHANAN, JAMES M. – “The Constitutionalization of Money” – In *Cato Journal* [Em linha]. Vol: 30, nº 2 (2010), p. 251-258. [Consult. 02.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2010/5/cj30n2-1.pdf>>.
- CALABRESI, GUIDO – “Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules: A Comment” – In *The Journal of Law & Economics* [Em linha]. Vol: 11, nº 1 (1968), [Consult. 21.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/3164>>.
- COASE, RONALD H. – “The Problem of Social Cost” – In *The Journal of Law & Economics* - Vol: III, nº (1960), p. 1-42.
- DEANGELO, HARRY ; STULZ, RENÉ M. – *Liquid-claim production, risk management and bank capital structure: why High leverage is optimal for banks (Fisher College of Business Working Paper Series)*[Em linha]. 2013a. [Consult. 05.12.2019]. Disponível

- em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=2254998> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2254998>>.
- - *Why High Leverage is Optimal for Banks* - *National Bureau of Economic Research* [Em linha]. 2013b. [Consult. 20.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w19139>>.
- DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIG, PHILIP H. – “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 91, nº 3 (1983), p. 401-419. [Consult. 20.09.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1837095>>.
- - “Banking Theory, Deposit Insurance and Bank Regulation” – In *The Journal of Business* [Em linha]. Vol: 59, nº 1 (1986), p. 55-68. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2352687>>.
- DOYLE, NICOLA [ET AL.] - *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector (ECB Occasional Paper Series)* [Em linha]. 2016. [Consult. 17.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop174.en.pdf>>.
- ELLUL, ANDREW ; YERRAMILI, VIJAY - *Stronger Risk Controls, Lower Risk: evidence from U.S. bank holding companies (National Bureau of Economic Research)* [Em linha] 2010. [Consult. 05.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w16178>>.
- FISCHER, STANLEY – “Mundell-Fleming Lecture: Exchange Rate Systems, Surveillance, and Advice” -In *IMF Staff Papers* [Em linha]. Vol: 55, nº 3 (2008), p. 367-383. [Consult. 05.07.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/2008/005/article-A001-en.xml>>
- FISHER, IRVING – “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions” - In *Econometrica* [Em linha]. Vol: 1, nº 4 (1933), p. 337-357. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1907327>>.
- GENNAIOLI, NICOLA ; MA, YUERAN ; SHLEIFER, ANDREI - *Expectations and Investment (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2015. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w21260.pdf>>.
- GHOSH, ATISH R. ; OSTRY, JONATHAN D. ; QURESHI, MAHVASH S. - *Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment (IMF Working Paper)* [Em

- linha]. 2014. [Consult. 06.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1411.pdf>>.
- GILSON, RONALD J. ; KRAAKMAN, REINIER - “The Mechanisms of Market Efficiency” – In *Virginia Law Review* [Em linha]. Vol: 70, nº 4 (1984), p. 549-644. [Consult. 09.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/valr70&div=30&g_sent=1&casa_token=&collection=journals>.
- - “Market Efficiency after the Financial Crisis: It’s still a matter of Information Costs” – In *Virginia Law Review* [Em linha]. Vol: 100, nº (2014), p. 313-375. [Consult. 07.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.virginialawreview.org/sites/virginialawreview.org/files/Gilson%26Kraakman_Book%20final.pdf>.
- GOODHART, CHARLES A. E. - *The future of central banking (Financial Markets Group London School of Economics)* [Em linha]. 2005. [Consult. 02.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.lse.ac.uk/fmg/assets/documents/papers/special-papers/SP162.pdf>>.
- - *The changing role of central banks (BIS Working Papers)* [Em linha]. 2010. [Consult. 28.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/work326.pdf>>.
- GOODHART, CHARLES A. E. ; OSORIO, CAROLINA ; TSOMOCOS, DIMITRIOS P. – *Analysis of Monetary Policy and Financial Stability: A New Paradigm (In CESIFO Working Paper)* [Em linha]. 2009. [Consult. 15.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1532675>>.
- GORDON, JEFFREY N.; MULLER, CHRISTOPHER – “Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank’s Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund” – In *Yale Journal on Regulation* [Em linha]. Vol: 28, nº 1 (2011), [Consult. 03.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://digitalcommons.law.yale.edu/yjreg/vol28/iss1/4>>.
- HELLWIG, MARTIN – *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis (Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods)* [Em linha]. 2008. [Consult. 14.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://ssrn.com/abstract=1309442>>.

- - *Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual? (Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods)* [Em linha]. 2010. [Consult. 06.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1645224>>.
- HICKS, J. R. – “Mr. Keynes and the "Classics": a Suggested Interpretation” - In *Econometrica* [Em linha]. Vol: 5, nº 2 (1937), p. 147-159. [Consult. 19.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.org/stable/1907242> >.
- - “Liquidity” – In *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 72, nº 288 (1962), p. 787-802. [Consult. 18.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2228351>>
- JORDÁ, ÒSCAR ; SCHULARICK, MORITZ ; TAYLOR, ALAN M. – *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2016. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w22743>>.
- KEISTER, TODD – *Bailouts and Financial Fragility (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2012. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr473.pdf>.
- KEYNES, JOHN MAYNARD - “Alternative Theories of the Rate of Interest” – In *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 47, nº 186 (1937a), p. 241-252. [Consult. 21.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2225525>>.
- - “The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest” – In *The Economic Journal*. [Em linha]. Vol: 47, nº 188 (1937b), p. 663-669. [Consult. 21.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2225323>>.
- KRUGMANN, PAUL – “Thinking about the liquidity trap” – In *Journal of the Japanese and International Economies* [Em linha]. Vol: 14, nº (2000), p. 221-237. [Consult. 02.02.20]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1006/jjie.2000.0458>>.
- LALL, RANJIT – “From failure to failure: The politics of international banking regulation” – In *Review of International Political Economy* [Em linha]. Vol: 19, nº 4 (2012), p. 609-638. [Consult. 11.09.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2011.603669>>.
- LEVITIN, ADAM J. – “Safe Banking: Finance and Democracy” - In *The University of Chicago Law Review* [Em linha]. Vol: 83, nº 1 (2016), p. 357-455. [Consult. 10.11.2018]. Disponível em WWW: <URL:

<https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5929&context=uclrev>>.

- LIAO, MIN ; SUN, TAO ; ZHANG, JINFAN – *China's Financial Interlinkages And Implications For Inter-Agency Coordination (IMF Working Paper)* [Em linha]. 2016. [Consult. 16.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16181.pdf>>.
- LUCAS JR, ROBERT E. - “Understanding Business Cycles” – In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* [Em linha]. Vol: 5, nº (1976), p. 7-29. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(77\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0167-2231(77)90002-1)>.
- LUCK, STEPHAN ; SCHEMPP, PAUL – *Banks, Shadow Banking and Fragility (ECB Working Paper Series)* [Em linha]. 2014. [Consult. 18.11.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1726.pdf>>.
- MACEY, JONATHAN – “It's all Shadow Banking, actually” – In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº (2011-2012), p. 593-617. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/AllShadowBanking.pdf>>.
- MACEY, JONATHAN R. ; HOLDCROFT, JR, JAMES P. – “Failure is an option: An Ersatz-Antitrust Approach to Financial Regulation” - In *The Yale Law Journal* [Em linha]. Vol: 120, nº 6 (2010 - 2011), p. 1368-1418. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4859&context=fss_papers>
- MEANING, JACK ; ZHU, FENG – “The impact of recent central bank asset purchase programmes” – In *BIS Quarterly Review* [Em linha]. 2011, p. 73-83. [Consult. 29.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1112h.pdf>.
- MEHRLING, PERRY – *Elasticity and Discipline in the Global Swap Network (Institute for New Economic Thinking Working Paper)* [Em linha]. 2015. [Consult. 02.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP27-Mehrling.pdf>>.
- MEHRLING, PERRY [ET. AL] – *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance. November 5, 2013* [Em linha]. 2013. [Consult. 16.06.2020] Disponível em WWW: <<https://ssrn.com/abstract=2232016>>.

- MILLER, MERTON H. – “Debt and Taxes”. In *The Journal of Finance* [Em linha], Vol. 32, No. 2 (1977), p. 261-275. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2326758>>
- MINSKY, HYMAN P. – *Finance and Stability: The Limits of Capitalism* (Hyman P. Minsky Archive, 43). 1993. [Consult. 07.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/43>.
- - *Regulation and Supervision* (Hyman P. Minsky Archive, 443). 1994c. [Consult. 07.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/443>.
- MODIGLIANI, FRANCO ; MILLER, MERTON H. – “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 48, nº 3 (1958), p. 261-297. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.org/stable/1809766>>.
- MUNDELL, ROBERT A. – “A Reconsideration of the Twentieth Century” - In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 90, nº 3 (2000), p. 327-340. [Consult. 03.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/117331>>.
- - “Monetary Unions and the Problem of Sovereignty” - In *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* [Em linha]. Vol: 579, nº (2002), p. 123-152. [Consult. 03.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1049787>>.
- MYERS, STEWART C. – “The Capital Structure Puzzle” – In *The Journal of Finance* [Em linha]. Vol: XXXIX, nº 3 (1984), p. 575-592. [Consult. 29.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2327916>>.
- PACCES, ALESSIO M. ; NABILOU, HOUSSEIN – *The Law and Economics of Shadow Banking (ECGI Working Paper Series in Law)* [Em linha]. 2017. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://ssrn.com/abstract_id=2884374>.
- PATINKIN, DON – “Friedman on the Quantity Theory and Keynesian Economics” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 80, nº 5 (1972), p. 883-905. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1830417>>.
- PERROTI, ENRICO ; SUAREZ, JAVIER – “A Pigovian Approach to Liquidity Regulation” – In *International Journal of Central Banking* [Em linha]. Vol: 7, nº 4 (2011), [Consult. 31.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb11q4a1.pdf>>.

- REGAN, DONALD H. – “The Problem of Social Cost” – In *The Journal of Law & Economics* [Em linha]. Vol: 15, nº 2 (1972), p. 427-437. [Consult. 21.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://repository.law.umich.edu/articles/561/>>.
- REIS, RICARDO – “Central Bank Design” - In *Journal of Economic Perspectives* [Em linha]. Vol: 27, nº 4 (2013), p. 17-44. [Consult. 25.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.27.4.17>>.
- RICKS, MORGAN – “Regulating Money Creation After the Crisis” – In *Harvard Business Law Review* [Em linha]. Vol: 1, nº (2011), p. 75-143. [Consult. 21.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/hbusrew1&div=9&id=&page=>>>.
- - “Money and (Shadow) Banking: a Thought Experiment” – In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº II (2011-2012), p. 731-748. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/MoneyAndShadowBanking.pdf>>.
- SAMUELSON, PAUL A. – “1983: Marx, Keynes and Schumpeter” - *Eastern Economic Journal* [Em linha]. Vol: 9, nº 3 (1983), p. 166-179. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/40324864>>.
- SARGENT, THOMAS J. – “Where to draw lines: stability versus efficiency” - In *Economica* [Em linha]. Vol: 78, nº (2011), p. 197-214. [Consult. 22.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-0335.2010.00875.x>>.
- SARGENT, THOMAS J. ; WALLACE, NEIL – “The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory: A Reconsideration” – In *The Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 90, nº 6 (1982), p. 1212-1236. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.org/stable/1830945>>.
- SCHICH, SEBASTIAN [ET. AL] – “Reducing and sharing the burden of bank failures”. In *OECD Journal: Financial Market Trends* [Em linha]. Vol. 2015/2 (2016), pp. 29-61. [Consult. 13.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Reducing-and-sharing-the-burden-of-bank-failures.pdf>>.
- SCHWARCZ, STEVEN L. – “Regulating Shadow Banking” - In “*Review of Banking & Financial Law*” [Em linha]. Vol: 31, nº (2012), p. 619-642. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL:

https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3121&context=faculty_scholarship>.

--- – “Regulating Shadows: Financial Regulation and Responsibility Failure” - In *Washington and Lee Law Review* [Em linha]. Vol: 70, nº 3 (2013), p. 1871-1825. [Consult. 08.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4346&context=wlu>>.

SEKINE, EIICHI – “Reforming China's Financial Markets: the Problems of Shadow Banking and Non-performing Loans” – In *Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, Public Policy Review* [Em linha]. Vol: 11, nº 1 (2015), p. 93-139. [Consult. 12.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/11217434/www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp_review/ppr027/ppr027d.pdf>.

SONG, FENGHUA ; THAKOR, ANJAN V. – “Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets” – In *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 120, nº 547 (2010), p. 1021-1055. [Consult. 16.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-0297.2009.02345.x>>.

SHU, CHONG – *Banking Competition Revisited: Shadow Banks vs. Commercial Banks* [Em linha]. 2017. [Consult. 10.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3064960> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3064960>>.

WOJNILOWER, ALBERT M. ; FRIEDMAN, BENJAMIN M. ; MODIGLIANI, FRANCO – “The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History” - In *Brookings Papers on Economic Activity* [Em linha]. Vol: 1980, nº 2 (1980), p. 277-339. [Consult. 24.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1980/06/1980b_bpea_wojniower_friedman_modigliani.pdf>.

Legislação e atos normativos (por organização ou jurisdição, em ordem hierárquica e cronológica):

BIS:

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – *Enhancements to the Basel II framework*. July, 2009. [Consult. 02.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs157.pdf>>.

--- - *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. 2011. [Consult. 23.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>.

--- - *Core Principles for Effective Banking Supervision*. September 2012. [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>>.

--- - *Revised Pillar 3 disclosure requirements*. January, 2015. [Consult. 29.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d309.htm>>.

FMI:

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL - *Code of Good Practices on Fiscal Transparency*. 2007. [Consult. 02.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/051507c.pdf>>.

--- -. *FSAP Review—Further adaptation to the post-crisis era*. September 2014. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/081814.pdf>>.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL [ET. AL] - *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. October 2009. [Consult. 22.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf>>

FSB:

FINANCIAL STABILITY BOARD - *Revised Charter of the Financial Stability Board*. June 12, 2012a [Consult. 27.01.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Charter-with-revised-Annex-FINAL.pdf>>.

--- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*. August 29, 2013c.

[Consult. 26.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf>

FINANCIAL STABILITY BOARD ; THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*. March 4, 2015. [Consult. 31.01.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/2nd-Con-Doc-on-NBNI-G-SIFI-methodologies.pdf>>.

IOSCO:

--- - *Mitigating Systemic Risk. A Role for Securities Regulators*. February 2011a. [Consult. 04.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/research/pdf/publications/Discussion%20Paper%20on%20Systemic%20Risk.pdf>>.

--- - *Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes*. January, 2012a. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>>.

---- - *Global Developments in Securitization Regulation*. June, 2012b. [Consult. 01.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD382.pdf>>

--- - *Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*. March, 2013a. [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>>.

--- - *Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds*. June, 2013c. [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf>>.

--- - *Objectives and Principles of Securities Regulation*. May 2017a. [Consult. 01.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>.

--- - *Update to the IOSCO Peer Review of Implementation of Incentive Alignment. Recommendations for Securitisation*. November 2017b. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD584.pdf>>

UE:

- UNIÃO EUROPEIA *Tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade*, assinado em 02 de Fevereiro de 2012. 2012 [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/2023-05/12-TESM2-HR.pt12.pdf>>
- - *Tratado da União Europeia, Protocolo (n.º 4) Relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centis e do Banco Central Europeu*. *OJ C 202*, 7.6.2016, p. 230–250. 2016 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12016M/PRO/04>>.
- - *Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010*, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico. *OJ L 331*, 15.12.2010, p. 1–11. 2010a [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02010R1092-20191230&qid=1687818446431>>
- - *Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010*, que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão. *OJ L 331*, 15.12.2010, p. 12–47. 2010b [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1093>>
- - *Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010*, que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão. *OJ L 331*, 15.12.2010, p. 84–119. 2010c [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1095>>
- - *Regulamento (EU) N.º 1024/2013 do Conselho de 15 de outubro de 2013*, que confere ao BCE atribuições específicas no que diz respeito às políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito. *OJ L 287*, 29.10.2013, p. 63–89. 2013b [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32013R1024>>

- - *Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE* Texto relevante para efeitos do EEE. OJ L 176, 27.6.2013, p. 338–436. 2013c [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:02013L0036-20220101>>
- - *Regulamento (UE) n.º 468/2014 do Banco Central Europeu, de 16 de abril de 2014, que estabelece o quadro de cooperação, no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão, entre o Banco Central Europeu e as autoridades nacionais competentes e com as autoridades nacionais designadas (Regulamento-Quadro do MUS) (BCE/2014/17)*. OJ L 141, 14.5.2014, p. 1–50. 2014a [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0468>>

EUA:

- ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA - ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA - *US Code, Title 7 – Agriculture. Chapter 7, §2*. 2023a. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?path=/prelim@title12&edition=prelim>>.
- - *US Code, Title 12 – Banks and Banking*. 2023b. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?path=/prelim@title12&edition=prelim>>.
- - *US Code, Title 15 – Commerce and Trade. Chapter 2B, §78b*. 2023c. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid%3AUSC-prelim-title15-chapter2B&saved=%7CZ3JhbnVsZWlkOlVTQy1wcmVsaW0tdGI0bGUxNS1jaGFwdGVyMkItZnJvbnQ%3D%7C%7C%7C0%7Cfalse%7Cprelim&edition=prelim>>.
- - *US Code, Title 31 – Money and Finance*. 2023d [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=%22Legal+tender%22&f=treesort&fq=true&num=5&hl=true&edition=prelim&granuleId=USC-prelim-title31-section5103>>.
- - *Public Law 111–203 111th Congress An Act To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too*

big to fail'', to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes. 2010. [Consult. 16.03.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf> >.

--- - *Regulation of the Department of Treasury Office of the Comptroller of the Currency 12 CFR Part 44 [Docket No. OCC–2020–0002] RIN 1557–AE67 Federal Reserve System 12 CFR Part 248 [Docket No. R–1694] RIN 7100–AF70 Federal Deposit Insurance Corporation 12 CFR Part 351 RIN 3064–AF17 Commodity Trading Commission 17 CFR Part 75 RIN 3038–AE93 Securities and Exchange Commission 17 CFR Part 255 [Release No. BHCA–9; File No. S7–02–20] RIN 3235–AM70. Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds. Federal Register/Vol. 85, No. 148/Friday, July 31, 2020/Rules and Regulations.. 2020 [Consult. 29.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-07-31/pdf/2020-15525.pdf>>.*

República Federativa do Brasil:

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL – *Constituição Federal de 1988*. 1988 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>.

--- - *Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. 1964 [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595compilado.htm>

--- - *Lei n.º 5.143, de 20 de Outubro de 1966*, que institui o Imposto sobre Operações Financeiras, regula a respectiva cobrança, dispõe sobre a aplicação das reservas monetárias oriundas de sua receita, e dá outras providências. 1966 [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5143.htm#art18>

--- - *Lei 6.385 de 7 de Dezembro de 1976*, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 1976 [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm>

- - *Lei nº 9.069, de 29 de Junho de 1995*, que dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. 1995a [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19069.htm>.
- - *Lei 9.447, de 14 de Março de 1997*, Dispõe sobre a responsabilidade solidária de controladores de instituições submetidas aos regimes de que tratam a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, e o Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987; sobre a indisponibilidade de seus bens; sobre a responsabilização das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis independentes; sobre privatização de instituições cujas ações sejam desapropriadas, na forma do Decreto-lei nº 2.321, de 1987, e dá outras providências. 1997 [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19447.htm>
- - *Lei Complementar nº 179, de 24 de Fevereiro de 2021*, que define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera o artigo da Lei nº 4.595, de 31 de Dezembro de 1964. 2021a [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm>.
- - *Lei nº 14.430, de 03 de Agosto de 2022*, que Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. 2022a [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/Lei/L14430.htm>
- - *Decreto nº 6306, de 14 de Dezembro de 2007*, que Regulamenta o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários – IOF. 2007 [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306compilado.htm>

- - *Resolução CMN nº 2197 de 30 de Agosto de 1995*, que autoriza a constituição de entidade privada, sem fins lucrativos, destinada a administrar mecanismo de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras. 1995b [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1995/pdf/res_2197_v3_p.pdf>
- - *Resolução CVM nº 9 de 27 de Outubro de 2020*, que dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. 2020a [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol009.html>>.
- - *Resolução CVM nº175 de 23 de Dezembro de 2022*. 2022b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>>.
- - *Deliberação do COREMEC Nº 12 of 30 Agosto de 2010*. Diário Oficial da União – Secção 1 - Nº 168, quarta-feira, 1 de setembro de 2010. Pág. 30. 2010 [Consult. 02.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?data=01/09/2010&jornal=1&pagina=30&totalArquivos=136>>
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/DOZ/Nº 003/2013 DE: DOZ Data: 24.06.2013. Otávio Yazbek, Diretor. 2013h [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL:<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8724-0.pdf>>

República Popular da China:

- REPÚBLICA POPULAR DA CHINA - *Issued by State Council Order No. 324 on November 23, 2001, Regulations on Closure of Financial Institutions*. 2001 [Consult. 10.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2830107/index.html>>
- - *Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China*. Adopted at the Sixth Session of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress. 2003a.

- [Consult. 08.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2894095/index.html>>.
- - *Law of the People's Republic of China on Banking Regulation and Supervision*. Adopted at the Sixth Session of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress. 2003b. [Consult. 09.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2830218/index.html>>.
- - *Law of the People's Republic of China on Commercial Banks*. Adopted at the 13th Meeting of the Standing Committee of the Eighth National People's Congress on May 10, 1995, promulgated by Order No. 47 of the President of the People's Republic of China on May 10, 1995, and amended in accordance with the Decision of the Standing Committee of the National People's Congress on Amending the Law of the People's Republic of China on Commercial Banks adopted at the Sixth Meeting of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress on December 27, 2003. 2003c. [Consult. 23.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: http://www.npc.gov.cn/zgrdw/englishnpc/Law/2007-12/12/content_1383716.htm>.
- - *Enterprise Bankruptcy Law of the People's Republic of China*. Order of the President of the People's Republic of China No.54 The Enterprise Bankruptcy Law of the People's Republic of China, adopted at the 23rd Meeting of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress of the People's Republic of China on August 27, 2006, is hereby promulgated and shall go into effect as of June 1, 2007. 2007b [Consult. 15.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://www.npc.gov.cn/zgrdw/englishnpc/Law/2008-01/02/content_1388019.htm>.
- - *The "Measures for the Administration of Capital of Commercial Banks (Trial Implementation)*. Order of the China Banking Regulatory Commission No. 1 Of 2012, which were adopted at the 115th Chairman's Meeting of the China Banking Regulatory Commission. June 7, 2012. 2012 [Consult. 01.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.gov.cn/gongbao/content/2012/content_2245522.htm> (Original em mandarim. Traduzido para a lingua inglesa por meios automáticos)
- - *Order of the State Council of the People's Republic of China No. 660, The Deposit Insurance Regulation*, as adopted at the 67th executive meeting of the State Council. October 29, 2014. 2014 [Cons. 02.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688253/3689006/3858809/index.html>>

- *Yinfa No. 106 [2018]*, Guiding Opinions of PBC, CBIRC, CSRC, and SAFE on Regulating the Asset Management Business of Financial Institutions. 2018 [Consult. 02.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688253/3689009/3788480/3778722/index.html>>
- - *Comments Sought on the Financial Stability Law (Draft)*. Draft for comments. 30.12.2022. 2022b [Cons. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.lexisnexis.com.hk/products-and-services/online-solution/lexis-china> > (Acesso pago).

República Portuguesa:

- REPÚBLICA PORTUGUESA - *Constituição da República Portuguesa de 1976*. 1976 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-aprovacao-constituicao/1976-34520775>.
- - *Lei n.º 5/98, de 31 de Janeiro*, Lei Orgânica do Banco de Portugal. 1998 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/1998-67284217-203569604>>.
- - *Lei n.º 150/99, de 11 de setembro*, que Aprova o Código do Imposto do Selo. Diário da República n.º 213/1999, Série I-A de 1999-09-11, páginas 6264 – 6275. 1999a [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/1999-34540175>>.
- -. *Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro*, que Aprova o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras. Diário da República n.º 301/1992, 6º Suplemento, Série I-A de 1992-12-31, páginas 24 – 51. 1992 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1992-70072322>>.
- - *Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro*, que Estabelece o regime da titularização de créditos e regula a constituição e a actividade dos fundos de titularização de créditos, das respectivas sociedades gestoras e das sociedades de titularização de créditos. Diário da República n.º 258/1999, Série I-A de 1999-11-05, páginas 7682 – 7693. 1999b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-137352202>>.

- - *Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro*, que Aprova o novo Código dos Valores Mobiliários. Diário da República n.º 265/1999, Série I-A de 1999-11-13, páginas 7968 – 8040. 1999c [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>>.
- - *Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro*, que Cria o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros. Diário da República n.º 221/2000, Série I-A de 2000-09-23, páginas 5116 – 5117. 2000 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/2000-73610581>>.

Relatórios (por jurisdição):

BIS:

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Assessment of Basel III regulations – China*. September 2013d. [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/l2_cn.pdf>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III regulations in Brazil*. December 2013e [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/l2_br.pdf>.
 - - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Assessment of Basel III regulations – United States of America*. December 2014d. [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d301.pdf>>.

FMI:

- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – *World Economic Outlook. Challenges to steady growth*. October, 2018b. [Consult. 13.07.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>>.
- - *IMF Country Report No. 18/339 Brazil. Financial System Stability Assessment*. November 2018c [Consult. 19.06.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2018/cr18339.ashx>>.

--- - *Global financial stability report. Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks*. April 2023 [Consult. 23.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2023/April/English/text.ashx>>

FSB:

FINANCIAL STABILITY BOARD - *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*. 27 October, 2011. [Cons. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1>.

--- - *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*. 19 November, 2012b [Cons. 07.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121118c.pdf>.

--- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*. 29 August, 2013c. [Consult. 24.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf>.

--- - *Peer Review of China. Review Report*. 13 August 2015c. [Consult. 11.05.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/China-peer-review-report.pdf>>

--- - *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance. Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions*. 12 November, 2015e. [Consult. 07.10.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070920-1.pdf>>.

--- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*. 4 February, 2019. [Consult. 02.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040219.pdf>>.

--- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019*. 19 January, 2020a. [Consult. 07.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P190120.pdf>>.

--- - *Promoting Global Financial Stability. 2022 FSB Annual Report*. 16 November, 2022a. [Consul. 13.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161122.pdf>>

--- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022*. 20 December, 2022b. [Cons. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201222.pdf>>.

G20:

G20 - *Leaders' Statement - The Pittsburgh Summit - September 24-25 2009*. 2009 [Consult. 26.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.oecd.org/g20/summits/pittsburgh/G20-Pittsburgh-Leaders-Declaration.pdf>>.

--- - *The Seoul Summit Document. 2010*. 2010 [Consult. 02.06.2020]. Disponível em WWW: <<https://www.oecd.org/g20/summits/seoul/Seoul-Summit-Document.pdf>>.

IOSCO

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. February 2017b [Consult. 04.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>>

UE

BANCO CENTRAL EUROPEU - *Financial Stability Review*. May 2023. [Consult. 05.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.pdf>>

República Portuguesa:

BANCO DE PORTUGAL – *Livro Branco Sobre a regulação e supervisão do sector financeiro*. 2016. [Consult. 05.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/livro_branco_web.pdf>

Páginas de Internet:

- BANCO MUNDIAL (2023a) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – China*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=CN>>
- (2023b) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=US>>
- (2023c) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – European Union*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=EU>>
- (2023d) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – Brazil*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=BR>>
- (2023e) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – China*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=CN>>
- (2023f) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=US>>
- (2023g) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – Brazil*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=BR>>
- (2023h) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – European Union*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=EU>>
- (2023i) - *Domestic credit to private sector by financial sector (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?locations=US>>
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2023a) - *Implementation RCAP reports*. BIS Website [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/rcap_reports.htm>.
- (2023b) - *Total credit to the non-financial sector (core debt)*. BIS Website [Consult. 22.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f1.1>>.

- (2023c) - *Total credit to the private non-financial sector (core debt)*. BIS Website [Consult. 22.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f2.1?p=20224&c=>>>.
- COMISSÃO EUROPEIA (2019) - *Taxation of the financial sector*. European Commission Website [Consult. 16.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation-financial-sector_en>>.
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2018) - *Impose a Tax on Financial Transactions*. Congressional Budget Office Website [Consult. 28.02.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.cbo.gov/budget-options/2016/52287>>>.
- DELLOITTE CHINA (2021) - *Tax Analysis. Stamp Tax Law Adopted*. Deloitte China Website [Consult. 21.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/tax/ta-2021/deloitte-cn-tax-tap3422021-en-210616.pdf>>>
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2018) - *Implementation of reforms in priority areas by FSB jurisdictions (as of November 2018)*. Financial Stability Board Website [Consult 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P281118-2.pdf>>>
- FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS (2023) - *Estatuto do FGC*. FGC Website [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fgc.org.br/backend/upload/media/arquivos/Normas/estatuto.pdf>>>
- ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (2022) – *General government spending*. OCDE Data [Consult. 12.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://data.oecd.org/gga/general-government-spending.htm>>>.
- SECURITIES AND EXCHANGES COMMISSIONS (2023). *Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Securities and Exchange Commission Website [Consult. 29.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sec.gov/securities-topics/dodd-frank-act>>>

Artigos de jornal (por ano e em ordem alfabética):

2015:

REUTERS – “Here’s how much the 2008 bailouts really cost”. Reino Unido: 21 de Agosto, 2015. *Reuters*. [Consult. 19.02.2023]. Disponível e WWW: <URL: <https://www.reuters.com/article/europe-banks-bailouts-idUKL5N10W0XJ20150821h>>.

2019:

HARBERT, Tam – “Here’s how much the 2008 bailouts really cost”. EUA: 21 de Fevereiro, 2019. *MIT Ideas Made to Matter*. [Consult. 19.02.2023]. Disponível e WWW: <URL: <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/heres-how-much-2008-bailouts-really-cost>>.

2023:

CHAPPATA, Brian - “SVB’s 44-Hour Collapse Was Rooted in Treasury Bets During Pandemic”. EUA: 10 de Março, 2023. *Bloomberg*. [Consult. 12.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-10/svb-spectacularly-fails-after-unthinkable-heresy-becomes-reality?srnd=premium-europe#xj4y7vzkg>>.

WOLF, MARTIN – “Four ways to fix the bank problem”. Reino Unido: 21 de Março, 2023b. *Financial Times*. [Consult. 21.03.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/70ce4b8a-1310-4e3c-a891-3c34cd313841>>

BIBLIOGRAFIA:

Referências bibliográficas:

- ABRÃO, NELSON. *Direito Bancário*. 18ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2019
- ARROW, KENNETH J. - *Social Choice and Individual Values*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1951.
- ASSAF NETO, ALEXANDRE - *Mercado Financeiro*. 12ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.
- BAGEHOT, WALTER - *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Third Edition. London: Henry S. King, 1873.
- CATARINO, JOÃO RICARDO - *Finanças Públicas e Direito Financeiro*. 6ª ed. rev. e atualiz. Coimbra: Almedina, 2020.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES - *Direito Bancário*. 6ª edição. Almedina, 2018.
- CRANSTON, ROSS [ET AL.] - *Principles of Banking Law*. Third Edition. New York, USA: Oxford University Press, 2017.
- CRETELLA NETO, JOSÉ. *Curso de Direito Internacional Económico*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- ELLINGER, E. P.; LOMNICKA, EVA ; HOOLEY, RICHARD - *Ellinger's Modern Banking Law*. Fourth Edition. New York, USA: Oxford University Press, 2006.
- EUCKEN, WALTER - *Os Fundamentos da Economia Política*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1998.
- FERGUSON, NIAL - *The Ascent of Money. A Financial History of the World*. UK: Penguin Books, 2019.
- FRANCO, GUSTAVO H.B. - *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Zahar, 2018.
- FRIEDMAN, MILTON - *Money Mischief. Episodes in Monetary History*. New York: Harcourt Brace & Company, 1992.
- GOODHART, CHARLES A.E. . PRADHAN, MANOJ – *The Great Demographic Reversal. Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020.
- GOODHART, CHARLES A. E [ET AL.] - *Financial Regulation. Why, how and where now?* First Edition. New York, NY: Routledge, 1998.

- HAYEK, Friedrich A. - *Individualism and Economic Order*. Chicago, Illinois The University of Chicago Press, 1948.
- HICKS, J. R. - *A Market Theory of Money*. Oxford: Oxford University Press, 1989.
- HORWITZ, STEVEN - *Monetary evolution, free banking, and economic order*. New York, NY: Taylor & Francis, 1992.
- HUA, SHIPING - *Chinese Legal Culture and Constitutional Order*. First. New York, NY: Routledge, 2019.
- HUANG, ROBIN HUI ; SCHOENMAKER, DIRK - *Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and international experiences*. First. New York, NY: Routledge, 2015.
- KAHNEMAN, DANIEL - *Pensar, depressa e devagar*. 4ª Edição. Circulo de Leitores, 2011.
- KEYNES, JOHN MAYNARD - *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Ware: Wordsworth Editions Limited, 2017.
- KERN, ALEXANDER - *Principles of banking regulation*. New York, NY, USA: Cambridge University Press., 2019.
- KINDLEBERGER, CHARLES P.; ALIBER, ROBERT Z. – *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crisis*. Seventh Edition. New York: Palgrave Macmillan, 2015.
- KISSINGER, HENRY - *Sobre a China*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.
- - *Diplomacia*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- KNAPP, GEORG FRIEDRICH - *The State Theory of Money*. Mansfield Center, CT: Martino, 2013.
- KONZELMANN, SUZANNE J. ; FOVARGUE-DAVIES, MARC - *Banking Systems in the Crisis. The faces of liberal capitalism*. New York, USA: Routledge, 2013.
- MEHRLING, PERRY - *The New Lombard Street. How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton, New Jersey, USA: Princeton University Press, 2011.
- – *Money and Empire. Charles P. Kindleberger and the Dollar System*. Cambridge: Cambridge University Press, 2022.
- MICHIE, RANALD G. - *The Global Securities Market: A History*. Oxford Scholarship Online. Oxford University Press, 2006.
- MILL, JOHN STUART - *On Liberty*. Kitchener: Batoche Books, 2001.
- MINSKY, HYMAN P. – *Stabilizing an Unstable Economy*. United States: McGraw Hill, 1986.
- MISES, LUDWIG VON - *The Theory of Money and Credit*. New York: Skyhorse Publishing, 2013.

- MOSQUERA, ROBERTO QUIROGA - *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*. Segunda Edição. São Paulo: Dialética, 1998.
- MUSGRAVE, RICHARD A. ; MUSGRAVE, PEGGY B. - *Public Finance in Theory and Practice*. 5th. Singapore: MacGraw-Hill, 1989.
- NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.
- PIGOU, ARTHUR CECIL - *The economics of welfare*. Fourth Edition. London: Macmillan, 1932. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://oll.libertyfund.org/title/1410>>.
- PIKETTY, THOMAS - *O capital no século XXI*. 1ª. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2013.
- PISTOR, KATHARINA – *The Code of Capital*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2019.
- RAHMATIAN, ANDREAS - *Credit and Creed. A Critical Legal Theory of Money*. New York, NY: Routledge, 2020.
- RÖPKE, WILHEM - *Economics of the Free Society*. Chicago: Henry Regnery Company, 1963.
- SCHUMPETER, JOSEPH A. - *Capitalism, Socialism and Democracy*. Abingdon: Routledge, 2010.
- - *The Theory of Economic Development*. Abingdon: Routledge, 2021.
- SEN, AMARTYA - *A ideia de Justiça*. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.
- SEN, AMARTYA ; KLIKSBERG, BERNARDO - *As pessoas em primeiro lugar: A ética do desenvolvimento e os problemas do mundo globalizado*. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.
- SIMONS, HENRY C. - *Economic Policy for a Free Society*. Chicago, Illinois: The University of Chicago Press, 1947.
- STIGLITZ, JOSEPH E.; ROSENGARD, JAY K. - *Economics of the public sector*. Fourth Edition. New York: W.W. Norton & Company, Inc., 2015.
- TEIXEIRA RIBEIRO, JOSÉ JOAQUIM – *Lições de Finanças Públicas*. 5ª Ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1997.
- UNGER, ROBERTO MANGABEIRA - *Law in Modern Society. Towards a Criticism of Social Theory*. New York: The Free Press, 1976.
- - *The critical legal studies movement : another time, a greater task*. London - New York: Verso, 1986.
- VAROUFAKIS, YANIS - *Foundations of Economics. A beginner's companion*. New York: Routledge, 1998.

- VASCONCELOS, MIGUEL PESTANA DE - *Direito Bancário*. 4ª Ed. Coimbra: Almedina, 2023.
- YAZBEK, OTAVIO - *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- YAZBEK, OTAVIO ; SILVA, LUCAS SANTANNA DE ALMEIDA - *O Mercado de Capitais e a Redução de Custos de Observância*. CFA Society Brazil, 2018.
- WANG, WEI – *China’s Banking Law and the National Treatment of Foreign-Funded Banks*. New York: Routledge, 2013.
- WICKSELL, KNUT - *Interest and Prices. A Study of the causes regulating the value of money*. New York: Sentry Press, 1898.
- WILLIAMS, GUY - *The Evolution of China’s Banking System, 1993-2017*. First. New York, NY: Routledge, 2019.
- WOLFSON, MARTIN H. - *Financial Crises. Understanding the postwar U.S. experience*. Armonk, New York: M.E. Sharpe, 1986.

Capítulos de livros:

- ANAND, ANITA ; TREBILCOCK, MICHAEL ; ROSENSTOCK, MICHAEL – “Institutional Design and the New Systemic Risk in Banking Crises”. In ANAND, ANITA - *Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- ARMOUR, JOHN [ET AL.] – “Conclusion—Designing Tomorrow’s Financial System Today”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016a.
- - “The Goals and Strategies of Financial Regulation”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016b.
- - “International Regulatory Coordination”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016c.

- - “The limits of Financial Regulation”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016d.
- - “Liquidity Regulation”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016e.
- - “Theory of Financial Markets”. In ARMOUR, JOHN, AWREY, DAN, DAVIES, PAUL, ENRIQUES, LUCA, GORDON, JEFFREY N., MAYER, COLIN & PAYNE, JENNIFER - *Principles of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016f.
- AVGOULEAS, EMILIOS – “The Role of Financial Innovation in the EU Market integration and the capital markets union”. In BUSCH, DANNY, AVGOULEAS, EMILIOS & FERRARINI, GUIDO - *Capital Markets Union in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- AWREY, DAN – “Law, Financial Instability, and the Institutional Structure of Financial Regulation”. In ANAND, ANITA - *Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press, 2016.
- BENGTSSON, ELIAS – “Investment funds, shadow banking and systemic risk”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.
- BERNANKE, BEN S. ; GERTLER, MARK ; GILCHRIST, SIMON – “Chapter 21 - The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”. In TAYLOR, John B.& WOODFORD, Michael -*Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1., Part C. Elsevier, 1999.
- BREI, MICHAEL; SCHELAREK, ALFREDO – “The Countercyclical Behaviour of National Development Banks in Latin America and the Caribbean”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- CARPENTIERI, LOREDANA; MICOSSI, STEFANO – “Removing Cross-border Tax Barriers”. In BUSCH, DANNY, AVGOULEAS, EMILIOS & FERRARINI, GUIDO - *Capital Markets Union in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- CASTRO, LAVINIA BARROS DE – “Financial Regulation and Risk Management in Development Banks”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford: Oxford University Press, 2018.

- CHEN, CHUNLAI – “The Development of China’s FDI Laws and Policies after WTO Accession”. In GOLLEY, JANE & SONG, LIGANG - *Rising China: Global Challenges and Opportunities*. Canberra, Australia: ANU E Press, 2011.
- CHEN, WEITSENG – “China’s Long March to Dismantling the Financial Great Wall. RMB Internationalization and Macroprudential Policy”. In ANAND, ANITA - *Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press, 2016.
- CHEUNG, YIN-WONG ; MA, GUONAN ; MCCAULEY, ROBERT N. – “Why Does China Attempt to Internationalise the Renminbi?”. In GOLLEY, JANE & SONG, LIGANG - *Rising China: Global Challenges and Opportunities*. Canberra, Australia: ANU Press, 2011.
- ENGELLEN, EWALD – “How shadow banking became non-bank finance. The conjectural power of economic ideas”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.
- GOLLEY, JANE ; SONG, LIGANG - China’s Rise in a Changing World. In GOLLEY, JANE & SONG, LIGANG - *Rising China: Global Challenges and Opportunities*. Canberra, Australia: ANU Press, 2011.
- GRIFFITH-JONES, STEPHANY ; OCAMPO, JOSÉ ANTONIO ; ARIAS, PAOLA – “Conclusions”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2018.
- GRIFFITH-JONES, STEPHANY [ET AL.] – “The Future of National Development Banks”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2018.
- GUTTMANN, ROBERT – “The transformation of Banking”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.
- HEREMANS, DIRK ; PACCES, ALESSIO M. – “Regulation of Banking and Financial Markets”. In PACCES, A.M. & BERGH, R.J. VAN DEN - *Encyclopedia of Law and Economics: Regulation and Economics*. Second Edition. Elgar, 2012.
- HUANG, YIPING ; DANG, WEIHUA ; WANG, JIAO – “Reform of the International Economic System: What does China want?”. In GOLLEY, JANE & SONG, LIGANG - *Rising China: Global Challenges and Opportunities*. Canberra, Australia: ANU Press, 2011.
- KASTELEIN, GERARD – “Securitization in the Capital Markets Union. One Step Forward, Two Steps Back”. In BUSCH, DANNY, AVGOULEAS, EMILIOS & FERRARINI, GUIDO - *Capital Markets Union*. Oxford: Oxford University Press, 2018.

- LASTRA, ROSA MARÍA – “Emergency Liquidity Assistance and Systemic Risk”. In ANAND, ANITA - *Systemic Risk, Institutional Design, and the Regulation of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press, 2016.
- LEYENS, PATRICK C. – “Corporate Governance in Europe: Foundations, Developments and Perspectives”. In EGER, THOMAS ; SCHÄFER HANS-BERND - *Research Handbook on the Economics of European Union Law*. EDWARD ELGAR: 2012, [Consult. 06.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=2176987>
- MA, GUONAN ; MCCAULEY, ROBERT N. – “How effective are China’s capital controls?”. In GARNAUT, ROSS & SONG, LIGANG - *China - Linking Markets for Song*. Canberra ACT, Australia: ANU Press, 2007.
- MCCULEY, PAUL. “The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey”. In *Insights into the Global Financial Crisis*. Org. LAWRENCE B. SIEGEL. Research Foundation of CFA Institute, 2009. [Consult. 29.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2009/rf-v2009-n5-18.ashx>>
- MCKAY, HUW – “China’s Turbulent Half- Decade”. In GOLLEY, JANE & SONG, LIGANG - *Rising China: Global Challenges and Opportunities*. Canberra, Australia: ANU Press, 2011.
- MOSLENER, Ulf ; THIEMANN, MATTHIAS ; VOLBERDING, PETER – “National Development Banks as Active Financiers. The Case of KfW”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2018.
- NESVETAILOVA, ANASTASIA – “Introduction. Shadow banking. The political economy of financial Innovation”. In NESVETAILOVA, ANASTASIA - *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*. New York, USA: Routledge, 2018.
- QUAGLIA, LUCIA – “As Implicações Externas da Reforma da Governança Financeira da União Europeia depois da Crise”. In *Temas de uma agenda estratégica entre Brasil e União Europeia*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer Stiftung, 2014.
- REINHART, M. CARMEN; ROGOFF, KENETH S. – “Chapter 1 A Decade of Debt” – In REINHART, M. CARMEN; ROGOFF, KENETH S. *A Decade of Debt*. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2011 [Consult. 13.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.piie.com/publications/chapters_preview/6222/01iie6222.pdf>.

- REZENDE, FELIPE CARVALHO DE – “Financial Sustainability and Infrastructure Finance. The Role of Development Banks”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2018.
- ROCHA, JEAN-PAUL VEIGA DA – “Direito e Moeda no debate constitucional”. In SUNDFELD, CARLOS ARI & ROSILHO, ANDRÉ - *Direito da regulação e políticas públicas*. São Paulo: Malheiros/SBDP/Direito GV, 2014.
- STUDART, ROGÉRIO ; RAMOS, LUMA – “The Future of Development Banks. The Case of Brazil’s BNDES”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2018.
- TAYLOR, JOHN B. – “A Historical Analysis of Monetary Policy Rules”. In TAYLOR, JOHN B. - *Monetary Policy Rules*. Chicago: University of Chicago Press, 1999.
- VERMEULEN, ERIK PM – “Capital Markets Union. Why ‘Venture Capital’ is not the Answer to Europe’s Innovation Challenge”. In BUSCH, DANNY, AVGOULEAS, EMILIOS & FERRARINI, GUIDO - *Capital Markets Union in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- XU, QIYUAN – “China Development Bank. Born Bankrupt, Born Shaper”. In GRIFFITH-JONES, STEPHANY & OCAMPO, JOSÉ ANTONIO - *The Future of National Development Banks*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- YAZBEK, OTÁVIO - “13 Regulação financeira após a crise” – In COUTINHO, DIOGO R., VEIGA DA ROCHA, JEAN-PAUL & SCHAPIRO, MÁRIO G. – *Direito econômico atual*. São Paulo: Método, 2015a.
- - “Cláusula 14.1 Mercado de Capitais” – In COELHO, FÁBIO ULHÔA – *Tratado de Direito Comercial Volume 4: relações societárias e mercados de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015b.
- - “Evolução recente da regulação do mercado de capitais – impactos da crise de 2008 e opções de reforma” - In AMARÍLIS PRADO SARDENBERG (ORG.) - *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil: temas para reflexão*, São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015c.
- ZEBREGS, BAS ; SÉRIÈRE, VICTOR DE – “Efforts to Strengthen the Clearing and Settlement Framework of the Capital Markets Union”. In BUSCH, DANNY, AVGOULEAS, EMILIOS & FERRARINI, Guido - *Capital Markets Union in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2018.

Dissetações e teses acadêmicas:

- COSTA, RUI - *Arbitragem, acesso à justiça e democracia no espaço transnacional. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Universidade do Estado do Rio de Janeiro, 2015. 316 p.* Rede Sirius de Bibliotecas da UERJ [Consult. 20.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bdt.d.uerj.br:8443/bitstream/1/9711/1/Rui%20Miguel%20FINAL%20TOTAL.pdf>>
- DATZ, MARCELO DAVI XAVIER DA SILVEIRA - *Risco Sistêmico e Regulação Bancária no Brasil. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2002. 103 p.* FGV Digital Repository [Consult. 08.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/250/1446.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>
- FONSECA, MIGUEL ÂNGELO ARAÚJO - *A regulamentação e supervisão do sistema financeiro português: em especial os desafios colocados pelos conglomerados financeiros. Dissertação Mestrado. Lisboa: Universidade de Lisboa, 2018. 335 p.* Sistema Integrado de Bibliotecas Repositório. [Consult. 29.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: https://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/37498/1/ulfd137153_tese.pdf>
- PINTO, GUSTAVO MATHIAS ALVES - *Regulação Sistêmica e Prudencial No Setor Bancário Brasileiro. Tese de Doutorado. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2011. 379 p..* Biblioteca Digital USP. [Consult. 10.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-03092012-145854/publico/Tese_Doutorado_Versao_Completa_Gustavo_Mathias_Alves_Pinto.pdf>

Artigos (inclusive de periódicos científicos):

- ACHARYA, VIRAL [ET AL.] – “Robust Capital Regulation” in *Current Issues in Economics and Finance* [Em linha]. Vol: 18, nº 3 (2012), [Consult. 19.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current_issues/ci18-4.pdf>.

- ACHARYA, VIRAL V. [ET AL.] – *Measuring Systemic Risk (AFA 2011 Denver Meetings Paper)* [Em linha]. 2010. [Consult. 03.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1573171> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1573171>>.
- ADMATI, ANAT R. [ET AL.] - *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive (Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2013/23; Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 161; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 13-7)*. [Em linha]. 2013. [Consult. 21.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=2349739> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2349739>>.
- ADMATI, ANAT R. [ET AL.] - *Debt Overhang and Capital Regulation (Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods)* [Em linha]. 2012. [Consult. 20.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://ssrn.com/abstract=2031204>>.
- ADMATI, ANAT R. ; PFLEIDERER, PAUL - *Increased-Liability Equity: A Proposal to Improve Capital Regulation of Large Financial Institutions (Stanford University Graduate School of Business Reserach Paper)* [Em linha]. 2010. [Consult. 21.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://ssrn.com/abstract=1532484>>.
- ADRIAN, TOBIAS - *Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2011. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr533.pdf>.
- - *Financial Stability Policies for Shadow Banking (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2014. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr664.pdf>.
- ADRIAN, TOBIAS ; ASCHRAFT, ADAM B. - *Shadow Banking Regulation (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2012. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr559.pdf>.
- ADRIAN, TOBIAS ; BOROWIECKI, KAROL JAN ; TEPPER, ALEXANDER – “A leverage-based measure of financial stability” - In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol. 51 (2022). [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2021.100907>>.

- ADRIAN, TOBIAS ; SHIN, HYUN SONG - *Liquidity and Leverage (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2008. [Consult. 23.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/milne/872/Adrian%20and%20Shin%202008.pdf>>.
- AGARWAL, ISHA ; BARON, MATTHEW - *Inflation and Disintermediation* - [Em linha]. .2019. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3399553> >.
- AKERLOF, GEORGE A. – “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism” - In *The Quarterly Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 84, nº 3 (1970), p. 488-500. [Consult. 20.09.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1879431>>.
- - “Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behaviour” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 92, nº 3 (2002), p. 411-433. [Consult. 26.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/3083349>>.
- ALLEN, FRANKLIN ; GALE, DOUGLAS – “Financial Contagion” - In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 108, nº 1 (2000), p. 1-33. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.com/stable/10.1086/262109>>.
- ALLEN, FRANKLIN ; QIAN, JUN "QJ" – “China’s Financial System and the Law” - In *Cornell International Law Journal* [Em linha]. Vol: 47, nº (2014), p. 449-553. [Consult. 20.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.lawschool.cornell.edu/research/ILJ/upload/Allen-Qian-final.pdf>>.
- ALLEN, FRANKLIN [ET AL.] – “Implicit Guarantee and Shadow Banking: the Case of Trust Products” - In *Journal of Financial Economics* [Em linha]. Vol. 149 (2023), p. 115-141. [Consult. 19.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X2300082X>>.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA - *The Management of the Bank Crisis in Portugal - Law and Practice (EBI Working Paper Series)* [Em linha]. 2017. [Consult. 15.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2946049>.
- ARGIMÓN, ISABEL ; RODRÍGUEZ-MORENO, MARÍA – “Risk and control in complex banking group” - In *Journal of Banking and Finance* [Em linha]. Vol. 134, January

2022. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.106038>>.
- ARI, ANIL [ET AL.] - *Shadow Banking and Market Discipline on Traditional Banks (IMF Working Paper)* [Em linha]. 2017. [Consult. 06.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3104558>.
- ARI, ANIL [ET AL.] - *When shadows grow longer: shadow banking with endogenous entry (ECB Working Paper Series)* [Em linha]. .2016. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1943.en.pdf>>.
- ASHCRAFT, ADAM ; GÂRLEANU, NICOLAE ; PEDERSEN, LASSE HEJE - *Two Monetary Tools: Interest Rates and Haircuts (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. .2010. [Consult. 31.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w16337>>.
- AVIRAM, AMITAI – “The Placebo Effect of Law: Law’s Role in Manipulating Perceptions” - *In The George Washington Law Review* [Em linha]. Vol: 75, nº 1 (2006), p. 101-150. [Consult. 12.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=784646>>.
- AWREY, DAN – “Complexity, innovation, and the regulation of modern financial markets” - *In Harvard Business Law Review* [Em linha]. Vol: 2, nº (2011), p. 235-294. [Consult. 01.09.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916649>.
- AWREY, DAN ; JUDGE, KATHRYN - *Why Financial Regulation Keeps Falling Short (ECGI Working Paper Series in Law)* [Em linha]. 2020. [Consult. 02.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3530056>.
- BAKK-SIMON, KLÁRA [ET AL.] - *Shadow Banking in the Euro Area. An Overview (ECB Occasional Paper Series)* [Em linha]. 2012. [Consult. 17.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf>>.
- BARON, MATTHEW ; XIONG, WEI – “Credit Expansion and Neglected Crash Risk” – *In Quarterly Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 132, nº 2 (2017), p. 713-764. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1093/qje/qjx004>>.
- BARTH, JAMES R. ; JR., GERARDO CAPRIO ; LEVINE, ROSS – “Bank regulation and supervision: what works best?” - *In Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol: 13, nº 2 (2004), p. 205-248 [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042957303000603>>.

- BARTH, JAMES R. [ET AL.] – “Do bank regulation, supervision and monitoring enhance or impede bank efficiency?” – In *Journal of Banking & Finance* [Em linha]. Vol: 37, nº 8 (2013), p. 2879-2892. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.030>>.
- BARTH, JAMES R. ; WIHLBORG, CLAS – “Too big to fail and too big to save: dilemmas for banking reform” – In *National Institute Economic Review* [Em linha]. 235 (2016), p. R27-R39. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/44396577>>.
- BASEDOW, JÜRGEN - *Boosting the Economy. Special Economic Zones or Nationwide Deregulation? (Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series)* [Em linha]. 2016. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2921805>.
- BAXTER, LAWRENCE G. – “Capture in Financial Regulation: Can we channel it toward the Common Good?” – In *Cornell Journal of Law and Public Policy* [Em linha]. Vol: 21, nº 1 (2011), p. 175-200. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://scholarship.law.cornell.edu/cjlp/vol21/iss1/9/?utm_source=scholarship.law.cornell.edu%2Fcjlp%2Fvol21%2Fiss1%2F9&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages>.
- BECK, THORSTEN ; LEVINE, ROSS ; LOAYZA, NORMAN – “Finance and the sources of growth” - In *Journal of Financial Economics* [Em linha]. Vol: 58, nº 1-2 (2000), p. 261-300. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X00000726>>.
- BENMELECH, EFRAIM ; KUMAR, NITISH ; RAJAN, RAGHURAM - *The Decline of Secured Debt* [Em linha]. 2019. [Consult. 02.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3512974>.
- BERGEMANN, DIRK ; HEUMANN, TIBOR ; MORRIS, STEPHEN – “Information and Volatility” - In *Journal of Economic Theory* [Em linha]. Vol: 158, nº (2015), p. 427-465. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jet.2014.12.002>>.
- BERGEMANN, DIRK ; WAMBACH, ACHIM – “Sequential Information disclosure in auctions” – In *Journal of Economic Theory* [Em linha]. Vol: 159, nº (2015), p. 1074-1095. [Consult. 30.09.2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jet.2014.11.004>>.

- BERGER, ALLEN N. [ET AL.] – “Economic policy uncertainty and bank liquidity hoarding” - In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. 2020. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2020.100893>>.
- BERNANKE, BEN S. – “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression” - In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 73, nº 3 (1983), p. 257-276. [Consult. 26.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1808111>>
- - “Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?” - In *Business Review* [Em linha]. (1988), p. 3-11. [Consult. 04.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/business-review/1988/brnd88bb.pdf>>.
- - “Friedman’s Monetary Framework: Some Lessons” - In *The Legacy of Milton and Rose Friedman’s Free to Chose - Federal Reserve Bank of Dallas* [Em linha]. 2004, p. 207-214. [Consult. 15.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.dallasfed.org/~media/documents/research/pubs/ftc/bernanke.pdf>>.
- BERNANKE, BEN S. ; BLINDER, ALAN S. - *Credit, Money, and Aggregate Demand (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 1988. [Consult. 04.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w2534.pdf>>.
- BHATTACHARYA, SUDIPTO ; BOOT, ARNOUD W. A. ; THAKOR, ANJAN V. – “The Economics of Bank Regulation” - In *Journal of Money, Credit and Banking* [Em linha]. Vol: 30, nº 4 (1998), p. 745-770. [Consult. 19.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2601127>>.
- BHATTACHARYA, SUDIPTO ; THAKOR, ANJAN V. – “Contemporary Banking Theory” – In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol: 3, nº (1993), p. 2-50. [Consult. 24.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://www.researchgate.net/publication/4788803_Contemporary_Banking_Theory>.
- BIAIS, BRUNO ; HEIDER, FLORIAN ; HOEROVA, MARIE - *Risk-Sharing or Risk Taking? Counterparty risk, incentives and margins (ECB Working Paper Series)* [Em linha]. 2012. [Consult. 12.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1413.pdf>>.
- BIANCO, KATALINA M. - *The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown – (CCH, Wolters Kluwer Law & Business)* [Em linha]. 2008. [Consult.

- 25.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://business.cch.com/images/banner/subprime.pdf>>.
- BINDER, JENS-HINRICH - *Transnational Fiduciary Law in Financial Intermediation: Are We There Yet? A Case Study in the Emergence of Transnational Legal Ordering (EBI Working Paper Series)* [Em linha]. 2019. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3461653>.
- BINDSEIL, ULRICH - *The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine (ECB Working Paper Series)* [Em linha]. 2004. [Consult. 30.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp372.pdf>>.
- BLACK, JULIA - *Managing the Financial Crisis - The Constitutional Dimension (LSE Law, Society and Economy Working Papers)* [Em linha]. 2010. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1619784>>.
- BLACK, JULIA ; ROUCH, DAVID – “The development of the global markets as rule-makers: engagement and legitimacy” - In *Law and Financial Markets Review* [Em linha]. 2008. p. 218-233. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.lse.ac.uk/law/people/academic-staff/julia-black/Documents/black4.pdf>>.
- BORDALO, PEDRO [ET AL.] - *Over-reaction in Macroeconomic Expectations* [Em linha]. 2017. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/bgms.dec16.pdf>>.
- BOROD, RONALD S. – “Belling the Cat: Taming the Securitization Beast Without Killing it” – In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº II (2011-2012), p. 643-673. [Consult. 16.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.bu.edu/law/journals-archive/banking/archives/documents/volume31/bellingthecat.pdf>>.
- BOUVERET, ANTOINE - *An assessment of the shadow banking sector in Europe* [Em linha]. 2011. [Consult. 31.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=2027007> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2027007>>.
- BOYER, PIERRE C. ; KEMPF, HUBERT – “Regulatory Arbitrage and the efficiency of banking regulation” - In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol: 41, nº (2020), [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2017.09.002>>.

- BRUNO, VALENTINA ; SHIN, HYUN SONG - *Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy (Bis Working Papers)* [Em linha]. 2012. [Consult. 13.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/work400.pdf>>.
- - Assessing Macroprudential Policies: “Case of South Korea” - In *The Scandinavian Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 116, nº 1 (2014a), p. 128-157. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1111/sjoe.12037>>.
- - *Cross-border banking and global liquidity (Bank for International Settlements)* [Em linha]. (2014b), [Consult. 13.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/work458.pdf>>.
- BUCHAK, GREG [ET AL.] - *Fintech, Regulatory Arbitrage, and the rise of Shadow Banks (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2017. [Consult. 14.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w23288>>.
- BUCHANAN, JAMES M. – “Social Choice, Democracy, and Free Markets” - In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 62, nº 2 (1954), p. 114-123. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1825570>>.
- - “The Constitution of Economic Policy” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 77, nº 3 (1987), p. 243-250. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1804093>>.
- - “The Constitutionalization of Money” – In *Cato Journal* [Em linha]. Vol: 30, nº 2 (2010), p. 251-258. [Consult. 02.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2010/5/cj30n2-1.pdf>>.
- BUI, CHRISTINA ; SCHEULE, HARALD ; WU, ELIZA – “A cautionary tale of two extremes: The provision of government liquidity support in the banking sector” – In *Journal of Financial Stability* [Em linha]. Vol: 51, nº (2020), [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2020.100784>>.
- BUTTIGLIONE, LUIGI [ET AL.] - *Deleveraging? What Deleveraging? (Geneva Reports on the World Economy 16)* [Em linha]. 2014. [Consult. 10.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://cepr.org/sites/default/files/news/Geneva16_0.pdf>.
- CALABRESI, GUIDO – “Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules: A Comment” – In *The Journal of Law & Economics* [Em linha]. Vol: 11, nº 1 (1968), [Consult. 21.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/3164>>.

- CALVO, DANIEL [ET AL.] - *Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? (FSI Insights on policy implementation)* [Em linha]. 2018. [Consult. 31.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/fsi/publ/insights8.pdf>>.
- CANTISTA, LUÍS MARIA SILVA SANTOS – “A autonomização integrada das três áreas do direito financeiro” - In *RCEJ* [Em linha]. 28 (2017), p. 193-243. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/10275/1/Art_8_RECEJ_N%C2%BA28_2017.pdf>.
- CARIBONI, JESSICA [ET. AL] – “Reducing and sharing the burden of bank failures” – In *OECD Journal: Financial Markets Trends* [Em linha]. 2015/2 (2016) p. 29-61. [Consult. 13.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <http://dx.doi.org/10.1787/fmt-2015-5jm0p43ldl30>>
- CARVALHO, FERNANDO J. CARDIM DE – “Teoria e politica monetárias: Uma visão pessoal sobre uma relação difícil” – In *Revista Econômica* [Em linha]. Vol: 6, nº 2 (2004), p. 315-334. [Consult. 17.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.researchgate.net/publication/252016896_Teoria_e_politica_monetarias_Uma_visao_pessoal_sobre_uma_relacao_dificil>.
- - “Uncertainty and money: Keynes, Tobin and Kahn and the disappearance of the precautionary demand for money from liquidity preference theory” – In *Cambridge Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 34, nº 4 (2010), p. 709-725. [Consult. 13.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/24232080>>.
- - *Economic Planning under Capitalism: The New Deal and Postwar France Experiments (Levy Economics Institute of Bard College)* [Em linha]. 2019. [Consult. 16.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_923.pdf>.
- CECCHETTI, STEPHEN G. ; KHARROUBI, ENISSE - *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?(BIS Working Papers)* [Em linha]. 2015. [Consult. 25.01.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/work490.htm>>.
- CHEREDNYCHENKO, OLHA O. – “Two Sides of the Same Coin: EU Financial Regulation and Private Law” - In *European Business Organization Law Review* [Em linha]. Vol: 22, nº (2021), p. 147-172. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00202-y>>.

- CHIU, IRIS H-Y – “Transcending Regulatory Fragmentation and the Construction of an Economy-Society Discourse: Implications for Regulatory Policy Derived from a Functional Approach to Understanding Shadow Banking” – In *Journal of Corporation Law* [Em linha]. Vol: 42, nº 2 (2016), p. 327-358. [Consult. 26.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://heinonline.org/HOL/Print?collection=journals&handle=hein.journals/jcorl42&id=345>>.
- CINTRA, MARCOS ANTONIO MACEDO ; FARHI, MARYSE – “A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System” - In *Novos Estudos* [Em linha]. Vol: 82, nº 3 (2008), p. 35-55. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002008000300002>.
- COASE, RONALD H. – “The Problem of Social Cost” – In *The Journal of Law & Economics* - Vol: III, nº (1960), p. 1-42.
- COZER, CRISTIANO DE OLIVEIRA LOPES – “Macroprudential Policy in Brazil: Institutional Framework and Recent Experience” - In *Revista da PGBC* [Em linha]. Vol: 9, nº 1 (2015), p. 271-283. [Consult. 02.01.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/download/8/Revista%20da%20Procuradoria-Geral%20do%20Banco%20Central%20-%20Volume%209%20-%20N.1>>.
- D’AVILA, EDUARDO ; GOLDSTEIN, ITAY - *Optimal Deposit Insurance* [Em linha]. 2015. [Consult. 30.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/conference-2016-junior-faculty-workshop-paper-davila.pdf>>.
- DAVIDSON, PAUL – “Money and the Real World” - *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 82, nº 325 (1972), p. 101-115. [Consult. 19.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2230209?origin=JSTOR-pdf&seq=1>>.
- DEANGELO, HARRY ; STULZ, RENÉ M. - *Liquid-claim production, risk management and bank capital structure: why High leverage is optimal for banks (Fisher College of Business Working Paper Series)*[Em linha]. 2013a. [Consult. 05.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=2254998> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2254998>>.

- - *Why High Leverage is Optimal for Banks* - National Bureau of Economic Research [Em linha]. 2013b. [Consult. 20.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w19139>>.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, ASLI ; DETRAGIACHE, ENRICA – “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries” - In *IMF Staff Papers* [Em linha]. Vol: 45, nº 1 (1998), [Consult. 14.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/1998/03-98/pdf/demirguc.pdf>>.
- - *Does Deposit Insurance increase Banking System stability? (International Monetary Fund Research Department)* [Em linha]. 2000. [Consult. 10.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Does-Deposit-Insurance-Increase-Banking-System-Stability-3382>>.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, ASLI ; FREYEN, ERIK ; LEVINE, ROSS - *The Evolving Importance of Banks and Securities Markets (World Bank Policy Research)* [Em linha]. 2011. [Consult. 14.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Banks_and_SecuritiesWP5805.pdf>.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, ASLI ; HUIZINGA, HARRY - *Financial Structure and Bank Profitability (World Bank Policy Research)* [Em linha]. 2000. [Consult. 14.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/475459-1108132178926/Kunt_Huizinga.pdf>.
- DEWATRIPONT, MATHIAS ; TIROLE, JEAN - *Macroeconomic Shocks and Banking Regulation* [Em linha]. 2012. [Consult. 14.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/by/tirole/macroschocks_sept7.pdf>.
- DIAMOND, DOUGLAS W. – “Financial Intermediation and Delegated Monitoring” - In *The Review of Economic Studies* [Em linha]. Vol: 51, nº 3 (1984), p. 393-414. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2297430>>.
- DIAMOND, DOUGLAS W. ; DYBVIG, PHILIP H. – “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 91, nº 3 (1983), p. 401-419. [Consult. 20.09.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1837095>>.
- - “Banking Theory, Deposit Insurance and Bank Regulation” – In *The Journal of Business* [Em linha]. Vol: 59, nº 1 (1986), p. 55-68. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2352687>>.

- DIAMOND, DOUGLAS W. ; RAJAN, RAGHURAM G. – “Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 109, nº 2 (2001), p. 287-327. [Consult. 04.06.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/10.1086/319552>>.
- DOMANSKI, DIETRICH ; MOESSNER, RICHILD ; NELSON, WILLIAM - *Central banks as lenders of last resort: experiences during the 2007-10 crisis and lessons for the future (Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series)* [Em linha]. 2014. [Consult. 21.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2014/files/2014110pap.pdf>>.
- DOYLE, NICOLA [ET AL.] - *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector (ECB Occasional Paper Series)* [Em linha]. 2016 [Consult. 17.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop174.en.pdf>>.
- EGGERTSSON, GAUTI B. - *What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2009. [Consult. 22.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr402.pdf>.
- ELLIOT, DOUGLAS J. ; YAN, KAI - *The Chinese Financial System. An Introduction and Overview (John L. Thornton China Center at Brookings)* [Em linha] 2013. Disponível em WWW: <URL: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>>.
- ELLUL, ANDREW ; YERRAMILI, VIJAY - *Stronger Risk Controls, Lower Risk: evidence from U.S. bank holding companies (National Bureau of Economic Research)* [Em linha] 2010. [Consult. 05.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w16178>>.
- ENRIQUES, LUCA ; ROMANO, ALESSANDRO ; WETZER, THOM - *Network-Sensitive Financial Regulation (ECGI Working Paper Series in Law)* [Em linha]. 2019. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3387708>.
- FARHI, EMMANUEL ; GOLOSOV, MIKHAIL ; TSYVINSKI, ALEH – “A Theory of Liquidity and Regulation of Financial Intermediation” - In *The Review of Economic Studies* [Em linha]. Vol: 76, nº 3 (2009), p. 973-992. [Consult. 01.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/40247629?seq=1>>.

- FERNALD, JOHN ; SPIEGEL, MARK M. ; SWANSON, ERIC T. - *Monetary Policy Effectiveness in China: Evidence from a Favar Model (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2014. [Consult. 30.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w20518.pdf>>.
- FERRANTE, FRANCESCO - *A Model of Endogenous Loan Quality and the Collapse of the Shadow Banking System (Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series)* [Em linha]. 2015. [Consult. 19.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015021pap.pdf>>.
- FISCHER, STANLEY – “Mundell-Fleming Lecture: Exchange Rate Systems, Surveillance, and Advice” - In *IMF Staff Papers* [Em linha]. Vol: 55, nº 3 (2008), p. 367-383. [Consult. 05.07.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/2008/005/article-A001-en.xml>>.
- FISHER, IRVING – “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions” - In *Econometrica* [Em linha]. Vol: 1, nº 4 (1933), p. 337-357. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1907327>>.
- FRANCO, GUSTAVO H. B. - *O futuro do dinheiro* [Em linha]. 2020. [Consult. 20.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2020/12/O-futuro-do-dinheiro-3.docx.pdf>>.
- FREIXAS, XAVIER ; PEREZ-REYNA, DAVID – “Optimal macroprudential policy and rational bubbles” - In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol: 46, nº (2021), [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2021.100908>>.
- FRIEDMAN, BENJAMIN M. ; KUTTNER, KENNETH N. - *Implementation of Monetary Policy: How do Central Banks Set Interest Rates? (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2010. [Consult. 02.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w16165.pdf>>.
- FRIEDMAN, MILTON – “A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 38, nº 3 (1948), p. 245-264. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1810624>>.
- - “The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 49, nº 2 (1959a), p. 525-527. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1816142>>.

- - “The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 67, nº 4 (1959b), p. 327-351. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1825160>>.
- - “The Demand for Money” - In *Proceedings of the American Philosophical Society* [Em linha]. Vol: 105, nº 3 (1961a), p. 259-264. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/985455>>.
- - “The Lag in Effect of Monetary Policy” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 69, nº 5 (1961b), p. 447-466. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1828534>>.
- - “The Role of Monetary Policy” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 58, nº 1 (1968), p. 1-17. [Consult. 02.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fep.up.pt/docentes/pcosme/CIF_1Ec101_2014/Freedman1968.pdf>.
- - *The Counter-Revolution in Monetary Theory (IEA Occasional Paper)* [Em linha]. 1970. [Consult. 28.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://miltonfriedman.hoover.org/friedman_images/Collections/2016c21/IEA_1970.pdf>.
- - “Monetary Policy” – In *Proceedings of the American Philosophical Society* [Em linha]. Vol: 116, nº 3 (1972), p. 183-196. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/986113>>.
- - “Inflation and Unemployment” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 85, nº 3 (1977), p. 451-472. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1830192>>.
- - “Monetary Policy: Theory and Practice” – In *Journal of Money, Credit and Banking* [Em linha]. Vol: 14, nº 1 (1982a), p. 98-118. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1991496>>.
- - “Monetary Policy: Theory and Practice: Reply” – In *Journal of Money, Credit and Banking* [Em linha]. Vol: 14, nº 3 (1982b), p. 404-406. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1991709>>.
- - “Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment” - In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 74, nº 2 (1984), p. 397-400. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1816392>>.

- - “Money and the Stock Market” - In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 96, nº 2 (1988), p. 221-245. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1833107>>.
- - “Why Government is the problem” - In *Essays in Public Policy* [Em linha]. 39 (1993), p. 1-11. [Consult. 17.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/friedman-government-problem-1993.pdf>>.
- - “A Natural Experiment in Monetary Policy Covering Three Episodes of Growth and Decline in the Economy and the Stock Market” – In *The Journal of Economic Perspectives* [Em linha]. Vol: 19, nº 4 (2005), p. 145-150. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/4134959>>.
- FRIEDMAN, MILTON ; SCHWARTZ, ANNA J. – “Money and Business Cycles” - In *The Review of Economics and Statistics* [Em linha]. Vol: 45, nº 1 (1963), p. 33-64. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1927148>>.
- FRYDL, EDWARD J. - *The Length and Cost of Banking Crises (IMF Working Paper)* [Em linha]. 1999. [Consult. 10.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9930.pdf>>.
- FUNG, DERRICK W. H. [ET AL.] – “Friend or foe: The divergent effects of FinTech on financial stability” – In *Emerging Markets Review* [Em linha]. Vol: 45, nº (2020), [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100727>>.
- GAGANIS, CHRYSOVALANTIS ; PASIOURAS, FOTIOS – “Financial supervision regimes and bank efficiency: International evidence” - In *Journal of Banking & Finance* [Em linha]. Vol: 37, nº 12 (2013), p. 5463-5475. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.026>>.
- GENNAIOLI, NICOLA ; MA, YUERAN ; SHLEIFER, ANDREI - *Expectations and Investment (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2015. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w21260.pdf>>.
- GHOSH, ATISH R. ; OSTRY, JONATHAN D. ; QURESHI, MAHVASH S. - *Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment (IMF Working Paper)* [Em linha]. 2014. [Consult. 06.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1411.pdf>>.

- GILSON, RONALD J. ; KRAAKMAN, REINIER – “The Mechanisms of Market Efficiency” – In *Virginia Law Review* [Em linha]. Vol: 70, nº 4 (1984), p. 549-644. [Consult. 09.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/valr70&div=30&g_sent=1&casa_token=&collection=journals>.
- - “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias” – In *Journal of Corporation Law* [Em linha]. Vol: 28, nº 4 (2003), p. 715-742. [Consult. 09.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/jcorl28&div=39&g_sent=1&casa_token=&collection=journals>.
- - “Market Efficiency after the Financial Crisis: It’s still a matter of Information Costs” – In *Virginia Law Review* [Em linha]. Vol: 100, nº (2014), p. 313-375. [Consult. 07.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.virginialawreview.org/sites/virginialawreview.org/files/Gilson%26Kraakman_Book%20final.pdf>.
- GOODFRIEND, MARVIN – “The Elusive Promise of Independent Central Banking” - In *Monetary and Economic Studies* [Em linha]. Vol: 30, nº (2012), [Consult. 22.02.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imes.boj.or.jp/research/abstracts/english/me30-3.html>>.
- GOODHART, CHARLES A. E. – “Review: Keynes’ Monetary Thought: A Study of its Development by D. Patinkin” – In *Economica* [Em linha]. Vol: 44, nº 175 (1977), p. 305-306. [Consult. 18.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2553655>>.
- - *The Organisational Structure of Banking Supervision (Financial Stability Institute Occasional Papers)* [Em linha]. 2000. [Consult. 30.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/fsi/fsipapers01.pdf>>.
- - *The future of central banking (Financial Markets Group London School of Economics)* [Em linha]. 2005. [Consult. 02.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.lse.ac.uk/fmg/assets/documents/papers/special-papers/SP162.pdf>>.
- - *The changing role of central banks (BIS Working Papers)* [Em linha]. 2010. [Consult. 28.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/work326.pdf>>.
- GOODHART, CHARLES A. E. ; OSORIO, CAROLINA ; TSOMOCOS, DIMITRIOS P. – *Analysis of Monetary Policy and Financial Stability: A New Paradigm (In CESIFO Working*

- Paper*) [Em linha]. 2009. [Consult. 15.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1532675>>.
- GORDON, JEFFREY N. ; MULLER, CHRISTOPHER – “Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank’s Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund” – In *Yale Journal on Regulation* [Em linha]. Vol: 28, nº 1 (2011), [Consult. 03.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://digitalcommons.law.yale.edu/yjreg/vol28/iss1/4>>.
- GORTON, GARY ; METRICK, ANDREW - *Securitized Banking and the Run on Repo (Yale ICF Working Paper)* [Em linha]. 2009. [Consult. 20.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1440752>>.
- - “Regulating the Shadow Banking System” – In *Brookings Papers on Economic Activity* [Em linha]. Vol: FALL 2010, nº 2010. p. 261-312. [Consult. 22.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.org/stable/41012848>>.
- GREEN, STEPHEN - *Making Monetary Policy Work in China: A Report from the Money Market Front Line (Stanford Center for International Development Working Paper)* [Em linha]. 2005. [Consult. 19.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://siepr.stanford.edu/sites/default/files/publications/245wp.pdf>>.
- GREENWALD, BRUCE C. ; STIGLITZ, JOSEPH E. – “Financial Markets Imperfections and Business Cycles” – In *The Quarterly Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 108, nº 1 (1993), p. 77-114. [Consult. 19.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2118496?origin=JSTOR-pdf&seq=1>>.
- GUTMANN, JERG ; VOIGT, STEFAN - *Militant constitutionalism: a promising concept to make constitutional backsliding less likely? (Public Choice)* [Em linha]. 2021. [Consult. 08.02.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1007/s11127-021-00874-1>>.
- HAYEK, FRIEDRICH A. - *The Use of Knowledge in Society* – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 35, nº 4 (1945), p. 519-530. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1809376>>.
- HAYES, M. G. – “The Liquidity of Money” – In *Cambridge Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 42, nº 5 (2018), p. 1205-1218. [Consult. 12.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://academic.oup.com/cje/article-abstract/42/5/1205/5040468?redirectedFrom=fulltext>>.
- HELLWIG, MARTIN - *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis (Preprints of the Max Planck Institute for Research on*

- Collective Goods*) [Em linha]. 2008. [Consult. 14.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://ssrn.com/abstract=1309442>>.
- - *Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual? (Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods)* [Em linha]. 2010. [Consult. 06.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1645224>>.
- HICKS, J. R. – “A Suggestion for Simplifying the Theory of Money” - In *Economica* [Em linha]. Vol: 2, nº 5 (1935), p. 1-19. [Consult. 18.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2549103>>.
- - “Mr. Keynes and the "Classics": a Suggested Interpretation” - In *Econometrica* [Em linha]. Vol: 5, nº 2 (1937), p. 147-159. [Consult. 19.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.org/stable/1907242>>.
- - “Liquidity” – In *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 72, nº 288 (1962), p. 787-802. [Consult. 18.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2228351>>
- HILL, CLAIRE A. – “Bankers Behaving Badly? The limits of Regulatory Reform” - In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº II (2011-2012), p. 675-693. [Consult. 14.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/BankersBehavingBadly.pdf>>.
- HOFMANN, BORIS ; ZHU, FENG – “Central bank asset purchases and inflation expectations” – In *BIS Quarterly Review* [Em linha], 2013, p. 23-35. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1303e.pdf>.
- HOPT, K. J. – “Corporate Governance of Banks and Other Financial Institutions After the Financial Crisis: Regulation in the Light of Empiricism and Theory” - In *Journal of Corporate Law Studies* [Em linha]. Vol: 13, nº (2013), p. 219-253. [Consult. 05.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2334874>.
- HOVELL, DEVIKA - *The Authority of Universal Jurisdiction (LSE Law, Society and Economy Working Papers)* [Em linha]. 2018. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://ssrn.com/abstract=3151980>>.
- HSU, SARA ; LI, JIANJUN ; QIN, YANZHI - *Shadow Banking and Systemic Risk in Europe and China (CITYPERC Working Paper Series)* [Em linha]. 2013. [Consult. 31.10.2018].
- HSUEH, SHUN-JEN ; HU, YU-HAU ; TU, CHIEN-HENG – “Economic growth and financial development in Asian countries: A bootstrap panel Granger causality analysis” - In

- Economic Modelling* [Em linha]. Vol: 32, nº (2013), p. 294-301. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0264999313000771?via%3Dihub>>.
- JACKLIN, Charles J. - *Demand Equity and Deposit Insurance (Stanford Graduate School of Business Research Paper)* [Em linha]. 1987. [Consult. 31.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/demand-equity-deposit-insurance>>.
- JACKSON, JONATHAN - *Norms, Normativity and the Legitimacy of Justice Institutions (International Perspectives - LSE Law, Society and Economy Working Papers)* [Em linha]. 2018. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3129737>>.
- JEANNE, OLIVIER ; KORINEK, ANTON - *Managing credit booms and busts: a Pigouvian taxation approach (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2010. [Consult. 31.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w16377>>.
- JOHNSON, CHRISTIAN A. - *Pushing Shadow Banking into the Light: Reforming the U.S. Tri-Party Repo Market (Widener University Commonwealth Law School Legal Studies Research Paper Series)* [Em linha]. 2017. [Consult. 06.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3076091>.
- JORDÁ, ÒSCAR ; SCHULARICK, MORITZ ; TAYLOR, ALAN M. - *Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 years of lessons (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2010. [Consult. 15.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w16567>>.
- - *When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles and Crises (Federal Reserve Bank of San Francisco - Working Paper Series)* [Em linha]. 2012. [Consult. 28.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-27bk.pdf>>.
- - *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2016. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w22743>>.
- JUDGE, KATHRYN – “Fragmentation Nodes: a Study in Financial Innovation, Complexity and Systemic Risk” – In *Stanford Law Review* [Em linha]. Vol: 64, nº (2012), p. 657-726.

- [Consult. 11.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1894105>.
- - “Information Gaps and Shadow Banking” - In *Virginia Law Review* [Em linha]. Vol: 103, nº 3 (2017), p. 101-174. [Consult. 06.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2751205>.
- KAMINSKY, GRACIELA L. ; REINHART, CARMEN M. - *The Twin Crises The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems (Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers)* [Em linha]. 1996. [Consult. 14.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/544/ifdp544.pdf>>.
- KAREKEN, JOHN H. ; WALLACE, NEIL – “Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial-Equilibrium Exposition” – In *The Journal of Business* [Em linha]. Vol: 51, nº 3 (1978), p. 413-438. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2352275>>.
- KEISTER, TODD - *Bailouts and Financial Fragility (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2012. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr473.pdf>.
- KEREGERO, CHIRONGO MOSES – “A theoretical framework for simulating systemic risk and its application to analysis of the banking system” – In *Cogent Economics & Finance* [Em linha]. Vol: 9, nº 1 (2021), [Consult. 10.11.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1986930>>.
- KEYNES, JOHN MAYNARD – “Alternative Theories of the Rate of Interest” – In *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 47, nº 186 (1937a), p. 241-252. [Consult. 21.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2225525>>.
- - “The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest” – In *The Economic Journal*. [Em linha]. Vol: 47, nº 188 (1937b), p. 663-669. [Consult. 21.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2225323>>.
- - “The General Theory of Employment” – In *The Quarterly Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 51, nº 2 (1937c), p. 209-223. [Consult. 21.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1882087>>.
- KILINC, MUSTAFA ; NEYAPTI, BILIN – “Bank regulation and supervision and its welfare implications” – In *Economic Modelling* [Em linha]. Vol: 29, nº 2 (2012), p. 132-141. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S026499931100215X?via%3Dihub>>.

KOCHERLAKOTA, NARAYANA – “Modern macroeconomic models as tools for economic policy” – In *The Region* [Em linha]. Vol: 24, nº May (2010), p. 5-21. [Consult. 17.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.minneapolisfed.org/article/2010/modern-macroeconomic-models-as-tools-for-economic-policy>>.

KOENIG, PHILIPP J. ; POTHIER, DAVID – “Safe but fragile: Information acquisition, liquidity support and redemption runs” - In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol. 52, October 2022. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042957320300528?via%3Dihub>>.

KRUGMANN, PAUL - “Thinking about the liquidity trap” – In *Journal of the Japanese and International Economies* [Em linha]. Vol: 14, nº (2000), p. 221-237. [Consult. 02.02.20]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1006/jjie.2000.0458>>.

LAEVEN, Luc ; VALENCIA, FABIAN - *Systemic Banking Crises Revisited (IMF Working Paper)* [Em linha]. 2018. [Consult. 21.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/09/14/Systemic-Banking-Crises-Revisited-46232>>.

LAFFER, ARTHUR B. - *The Laffer Curve: Past, Present and Future (Background)* [Em linha]. 2004. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.heritage.org/taxes/report/the-laffer-curve-past-present-and-future> http://s3.amazonaws.com/thf_media/2004/pdf/bg1765.pdf>.

LALL, RANJIT - *Why Basel II failed and why any Basel III is doomed - GEG Working Paper* [Em linha]. 2009. [Consult. 10.09.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.econstor.eu/handle/10419/196313>>.

--- - “From failure to failure: The politics of international banking regulation” – In *Review of International Political Economy* [Em linha]. Vol: 19, nº 4 (2012), p. 609-638. [Consult. 11.09.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2011.603669>>.

--- - “Timing as a source of regulatory influence: A technical elite network analysis of global finance” – In *Regulation & Governance* [Em linha]. Vol: 9, nº 2 (2015), p. 125-243.

- [Consult. 11.09.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/rego.12050>>.
- LEYENS, PATRICK C. - *Self-commitments and the Binding Force of Self-regulation with Respect to Third Parties in Germany (ECGI Working Paper Series in Law)* [Em linha]. 2017. [Consult. 06.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalleyens.pdf>.
- LEYENS, PATRICK C. ; FAURE, MICHAEL G. - *Directors' and Officers' Liability: Economic Analysis (ECGI Working Paper Series in Law)* [Em linha]. 2017. [Consult. 06.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalleyensfaure.pdf>.
- LEVITIN, ADAM J. – “Safe Banking: Finance and Democracy” - In *The University of Chicago Law Review* [Em linha]. Vol: 83, nº 1 (2016), p. 357-455. [Consult. 10.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5929&context=uclr> ev>.
- LIAO, MIN ; SUN, TAO ; ZHANG, JINFAN - *China's Financial Interlinkages And Implications For Inter-Agency Coordination (IMF Working Paper)* [Em linha]. 2016. [Consult. 16.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16181.pdf>>.
- LICHTENSTEIN, CYNTHIA C. – “International Standards for Consolidated Supervision of Financial Conglomerates: Controlling Systemic Risk” - In *Brooklyn Journal of International Law* [Em linha]. Vol: 19, nº 1 (1993), p. 137-157. [Consult. 17.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://lawdigitalcommons.bc.edu/ljfi/823/>>.
- - “Defining our terms carefully and in context: thoughts on reading (and in one case, rereading) three books” - In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº (2011-2012), p. 695-715. [Consult. 17.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/DefiningTermsCarefully.pdf>>.
- LISTOKIN, YAIR – “Taxation and Liquidity” - In *The Yale Law Journal* [Em linha]. Vol: 120, nº 7 (2011), p. 100-150. [Consult. 10.06.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1794147>>.

- LIU, ZHAO ; HE, PING – “Real liquidity and banking” - In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol: 49, nº (2022), [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042957320300498?via%3Dihub>>.
- LO, STEPHANIE ; ROGOFF, KENNETH - *Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on (BIS Working Papers)* [Em linha]. 2015. [Consult. 20.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/work482.pdf>>.
- LORENZONI, GUIDO - *Inefficient Credit Booms (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2007. [Consult. 04.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w13639.pdf>>.
- LU, LERONG – “Private Banks in China: Origin, Challenges and Regulatory Implications” - In *Banking and Finance Law Review* [Em linha]. Vol: 31, nº (2016), p. 585-599. [Consult. 09.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.researchgate.net/publication/316406961_Private_Banks_in_China-Origin_Challenges_and_Regulatory_Implications>.
- LUCAS JR, ROBERT E. – “Expectations and the Neutrality of Money” – In *Journal of Economic Theory* [Em linha]. Vol: 4, nº 2 (1972), p. 103-124. [Consult. 17.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0022053172901421>>.
- - “Understanding Business Cycles” – In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* [Em linha]. Vol: 5, nº (1976), p. 7-29. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(77\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0167-2231(77)90002-1)>.
- - “Money in a Theory of Finance” - In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* [Em linha]. Vol: 21, nº (1984), p. 9-46. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0167223184900034?via%3Dihub>>.
- - *Monetary Neutrality (Nobel Memorial Lecture)* [Em linha]. (1995), [Consult. 19.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/lucas-lecture.pdf>>.
- LUCK, STEPHAN ; SCHEMPP, PAUL - *Banks, Shadow Banking and Fragility (ECB Working Paper Series)* [Em linha]. 2014. [Consult. 18.11.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1726.pdf>>.

- LYSANDROU, PHOTIS ; NESVETAILOVA, ANASTASIA – “The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view” – In *Review of International Political Economy* [Em linha]. Vol. 22 (2014), p. 257-279. [Consult. 17.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1080/09692290.2014.896269>>.
- MA, GUONAN ; XIANDONG, YAN ; XI, LIU - *China's evolving reserve requirements (BIS Working Papers)* [Em linha]. 2011. [Consult. 09.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/work360.pdf>>.
- MACEY, JONATHAN - “It's all Shadow Banking, actually” – In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº (2011-2012), p. 593-617. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/AllShadowBanking.pdf>>.
- MACEY, JONATHAN R. ; JAMES P. HOLDCROFT, JR. - “Failure is an option: An Ersatz-Antitrust Approach to Financial Regulation” - In *The Yale Law Journal* [Em linha]. Vol: 120, nº 6 (2010 - 2011), p. 1368-1418. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4859&context=fss_papers>
- MARAGOPOULOS, NIKOS - *Removing the regulatory barriers to cross-border banking (EBI Working Paper Series)* [Em linha]. 2021. [Consult. 26.02.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3792857>>.
- MEANING, JACK ; ZHU, FENG – “The impact of recent central bank asset purchase programmes” – In *BIS Quarterly Review* [Em linha]. 2011, p. 73-83. [Consult. 29.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1112h.pdf>.
- MEHRLING, PERRY – *Elasticity and Discipline in the Global Swap Network (In Institute for New Economic Thinking Working Paper)* [Em linha]. 2015. [Consult. 02.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP27-Mehrling.pdf>>.
- MEHRLING, PERRY [ET. AL] – *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance. November 5, 2013* [Em linha]. 2013. [Consult. 16.06.2020] Disponível em WWW: <<https://ssrn.com/abstract=2232016>>.
- MENDES, HUMBERTO CESTARO TEIXEIRA – “O Estado Regulador e a Ascensão da Atuação Administrativa Preventiva” - In *Revista da PGBC* [Em linha]. Vol: 9, nº 2 (2015), p. 45-57. [Consult. 03.01.2019].

- MENDOZA, Enrique G. ; QUADRINI, VINCENZO ; RIOS-RULL, JOSE-VICTOR - *Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2007. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w12909>>.
- MILLER, MERTON H. – “Debt and Taxes”. In *The Journal of Finance* [Em linha]., Vol. 32, No. 2 (1977), p. 261-275. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2326758>>
- MINSKY, HYMAN P. – “Reviewed Work(s): Keynes’ Monetary Thought: A Study of its Development by Don Patinkin” – In *The Journal of Economic History* [Em linha]. Vol: 37, nº 2 (1977), p. 546-548. [Consult. 18.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2118822>>.
- - “Financial Factors in the Economics of Capitalism” - In *Journal of Financial Services Research* [Em linha]. Vol: 9, nº (1995), p. 197-208. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/64>.
- - “Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies” - In *Journal of Economic Issues* [Em linha]. Vol: XXX, nº 2 (1996), p. 357-368. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/24>.
- MINSKY, Hyman P. - *The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy (Hyman P. Minsky Archive, 282)*. 1982. [Consult. 20.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282>.
- - *Stabilizing an Unstable Economy (Hyman P. Minsky Archive, 144)*. 1986a. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/144>.
- - *Finance and Stability: The Limits of Capitalism (Hyman P. Minsky Archive, 43)*. 1993. [Consult. 07.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/43>.
- - *Ethics and Capitalism (Hyman P. Minsky Archive, 186)*. 1994a. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/186>.
- - *Issues in Bank Regulation and Supervision (Hyman P. Minsky Archive, 72)*. 1994b. [Consult. 07.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/72>.

- - *Regulation and Supervision* (Hyman P. Minsky Archive, 443). 1994c. [Consult. 07.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/443>.
- - *A Positive Program for a Successful Capitalism* (Hyman P. Minsky Archive, 74). 1995a. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/74>.
- - *Reforming Banking in 1995: Repeal of the Glass Steagall Act, Some Basic Issues* (Hyman P. Minsky Archive, 59). 1995b. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/59>.
- MODIGLIANI, FRANCO - *Prize Lecture - Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations (Lecture to the memory of Alfred Nobel)* [Em linha]. 1985. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/modigliani-lecture.pdf>>.
- MODIGLIANI, FRANCO ; MILLER, MERTON H. - “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 48, nº 3 (1958), p. 261-297. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.org/stable/1809766>>.
- MOE, THORVALD GRUNG - *Shadow Banking and the Limits of Central Bank Liquidity Support: How to Achieve a Better Balance between Global and Official Liquidity* (Levy Economics Institute of Bard College) [Em linha]. 2012. [Consult. 20.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_712.pdf>.
- MORAIS, LUIS SILVA - *Modelos de supervisão financeira em Portugal e no contexto da União Europeia - Banco de Portugal* [Em linha]. 2016. [Consult. 05.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudomodelosupervisao2016.pdf>>.
- MOREIRA, ALAN ; SAVOV, ALEXI - *The macroeconomics of shadow banking* (National Bureau of Economic Research) [Em linha]. 2014. [Consult. 21.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.nber.org/papers/w20335>>.
- MUNDELL, ROBERT A. – “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates” – In *The Canadian Journal of Economics and Political Science* [Em linha]. Vol: 29, nº 4 (1963), p. 475-485. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/139336>>.

- - “A Reconsideration of the Twentieth Century” - In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 90, nº 3 (2000), p. 327-340. [Consult. 03.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/117331>>.
- - “Monetary Unions and the Problem of Sovereignty” - In *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* [Em linha]. Vol: 579, nº (2002), p. 123-152. [Consult. 03.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1049787>>.
- MYERS, STEWART C. – “Determinants of Corporate Borrowing” – In *Journal of Financial Economics* [Em linha]. Vol: 5, nº II (1976), p. 147-175. [Consult. 28.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X77900150?via%3Dihub>>.
- - “The Capital Structure Puzzle” – In *The Journal of Finance* [Em linha]. Vol: XXXIX, nº 3 (1984), p. 575-592. [Consult. 29.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2327916>>.
- NABILOU, HOSSEIN – *The EU Framework for Bank Capital Regulation and Repo Collateral* [Em linha]. 2017. [Consult. 12.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3034860>.
- NABILOU, HOSSEIN ; PRÜM, ANDRÉ - *Shadow Banking in Europe: Idiosyncrasies in their Implications for Financial Regulations* [Em linha]. 2017. [Consult. 30.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3035831>.
- NAVAJAS, MATIAS COSTA ; THEGEYA, AARON - *Financial Soundness Indicators and Banking Crises* [Em linha]. 2013. [Consult. 09.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13263.pdf>>.
- NORDHAUS, WILLIAM ; TOBIN, JAMES – “Is Growth Obsolete?” - In *Economic Research: Retrospect and Prospect* [Em linha]. Vol: 5, nº (1972), p. 1-80. [Consult. 11.09.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/chapters/c7620.pdf>>.
- ÓLAFSDÓTTIR, RAGNHEIÐUR - *The European Union’s Regulatory Response to the Financial Crisis (European Union Law Working Papers)* [Em linha]. 2011. [Consult. 17.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://law.stanford.edu/publications/the-european-unions-regulatory-response-to-the-financial-crisis/>>.

- OMAROVA, SAULLE T. ; TAHYAR, MARGARET E. – “That which we call a bank: revisiting the history of bank holding company regulation in the United States” – In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº (2011-2012), p. 113-198. [Consult. 17.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/BankHoldingCoRegulation.pdf>>.
- PACCES, ALESSIO M. - *The Role and the Future of Regulation in the Financial Crisis: The Uncertainty Perspective* [Em linha]. 2010. [Consult. 23.09.2016]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1551266>.
- PACCES, ALESSIO M. ; NABILOU, HOUSSEIN - *The Law and Economics of Shadow Banking (ECGI Working Paper Series in Law)* [Em linha]. 2017. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://ssrn.com/abstract_id=2884374>.
- PATINKIN, DON – “Friedman on the Quantity Theory and Keynesian Economics” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 80, nº 5 (1972), p. 883-905. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1830417>>.
- - “On the Monetary Economics of Chicagoans and Non-Chicagoans: Comment” - In *Southern Economic Journal* [Em linha]. Vol: 39, nº 3 (1973), p. 454-459. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1056419>>.
- - “Keynes and Econometrics: On the Interaction between the Macroeconomic Revolution of the Interwar Period” - In *Econometrica* [Em linha]. Vol: 44, nº 6 (1976), p. 1091-1123. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1914249>>.
- - “Keynes and Chicago” - In *The Journal of Law & Economics* [Em linha]. Vol: 22, nº 2 (1979), p. 213-232. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/725117>>.
- - “On the Chronology of the General Theory” - In *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 103, nº 418 (1993), p. 647-663. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2234537>>.
- PATINKIN, DON ; STEIGER, OTTO – “In Search of the "Veil of Money" and the "Neutrality of Money": A Note on the Origin of Terms” - In *The Scandinavian Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 91, nº 1 (1989), p. 131-146. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/3440167>>.
- PERROTI, ENRICO ; SUAREZ, JAVIER – “A Pigovian Approach to Liquidity Regulation” – In *International Journal of Central Banking* [Em linha]. Vol: 7, nº 4 (2011), [Consult.

- 31.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb11q4a1.pdf>>.
- PHILLIPS, A. W. – “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957” - In *Economica* [Em linha]. Vol: 25, nº 100 (1958), p. 283-299. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-0335.1958.tb00003.x>>.
- PIGOU, A.C. ; FRIEDMAN, MILTON ; GEORGESCU-ROEGEN, N. – “Marginal Utility of Money and Elasticities of Demand” – In *The Quarterly Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 50, nº 3 (1936), p. 532-539. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1882615>>.
- POPOV, ALEXANDER ; BARBIERO, FRANCESCA ; WOLSKI, MARCIN - *Debt overhang and investment efficiency (European Central Bank Working Paper Series)* [Em linha]. 2018. [Consult. 14.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2213.en.pdf>>.
- POSNER, RICHARD A. – “Theories of Economic Regulation” – In *The Bell Journal of Economics and Management Science* [Em linha]. Vol: 5, nº 2 (1974), p. 335-358. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/3003113>>.
- POZSAR, ZOLTAN [ET AL.] - *Shadow Banking (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports)* [Em linha]. 2010. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf>.
- RAMAKRISHNAN, RAM T.S. ; THAKOR, ANJAN V. – “Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation” – In *The Review of Economic Studies* [Em linha]. Vol: 51, nº 3 (1984), p. 415-432. [Consult. 06.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/2297431>>.
- - “Cooperation versus Competition in Agency” - In *Journal of Law, Economics & Organization* [Em linha]. Vol: 7, nº 2 (1991), p. 248-283. [Consult. 14.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/764944>>.
- REGAN, DONALD H. – “The Problem of Social Cost” – In *The Journal of Law & Economics* [Em linha]. Vol: 15, nº 2 (1972), p. 427-437. [Consult. 21.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://repository.law.umich.edu/articles/561/>>.
- REINHART, CARMEN M. ; ROGOFF, KENNETH S. - *Banking Crises: an Equal Opportunity Menace (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2008. [Consult.

- 20.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w14587.pdf>>.
- - “Growth in Time of Debt” - In *American Economic Review* [Em linha]. Vol: 100, nº 2 (2010), p. 573-578. [Consult. 20.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.2.573>>.
- REIS, RICARDO – “Central Bank Design” - In *Journal of Economic Perspectives* [Em linha]. Vol: 27, nº 4 (2013), p. 17-44. [Consult. 25.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.27.4.17>>.
- RICKS, MORGAN - “Regulating Money Creation After the Crisis” – In *Harvard Business Law Review* [Em linha]. Vol: 1, nº (2011), p. 75-143. [Consult. 21.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/hbusrew1&div=9&id=&page=>>>.
- - “Money and (Shadow) Banking: a Thought Experiment” – In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº II (2011-2012), p. 731-748. [Consult. 18.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/MoneyAndShadowBanking.pdf>>.
- ROCHA, LADEMIR GOMES DA – “Aspectos Regulatórios e Jurídicos dos Mecanismos Garantidores de Crédito” – In *Revista da PGBC* [Em linha]. Vol: 9, nº 1 (2015), p. 51-71. [Consult. 03.01.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://revistapgbc.bcb.gov.br/index.php/revista/issue/view/8>>.
- ROITER, ERIC D. – “Should Money Market Funds Be Designated as "SIFIs"?” - In *Review of Banking & Financial Law* [Em linha]. Vol: 31, nº (2011-2012), p. 749-763. [Consult. 19.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.bu.edu/law/journals-archive/banking/archives/documents/volume31/moneymarketfundsdesignatedassifis.pdf>>.
- ROLA-JANICKA, MAGDALENA - *The Political Economy of Prudential Regulation* [Em linha]. 2020. [Consult. 19.01.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3685733>>.
- SAMUELSON, PAUL A. – “Lord Keynes and the General Theory” - In *Econometrica* [Em linha]. Vol: 14, nº 3 (1946), p. 187-200. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1905770>>.

- - “The Pure Theory of Public Expenditure” – In *The Review of Economics and Statistics* [Em linha]. Vol: 36, nº 4 (1954), p. 387-389. [Consult. 20.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1925895?seq=1>>.
- - “An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money” - In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 66, nº 6 (1958), p. 467-482. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1826989>>.
- - “1983: Marx, Keynes and Schumpeter” - *Eastern Economic Journal* [Em linha]. Vol: 9, nº 3 (1983), p. 166-179. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/40324864>>.
- SANCHES, DANIEL – “The Optimum Quantity of Money” – In *Philadelphia FED Business Review* [Em linha]. Fourth Quarter (2012), p. 8-15. [Consult. 03.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/business-review/2012/q4/brq412_optimum-quantity-of-money.pdf?la=en>.
- SARGENT, THOMAS J. - “Where to draw lines: stability versus efficiency” - In *Economica* [Em linha]. Vol: 78, nº (2011), p. 197-214. [Consult. 22.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-0335.2010.00875.x>>.
- SARGENT, THOMAS J. ; WALLACE, NEIL - "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule” - In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 83, nº 2 (1975), p. 241-254 [Consult. 09.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fep.up.pt/docentes/pcosme/s-e-1/JPE-83-2-241.pdf>>.
- - “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic” - In *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* [Em linha]. Vol: 5, nº 3/Fall (1981), p. 1-17. [Consult. 16.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf>>.
- - “The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory: A Reconsideration” – In *The Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 90, nº 6 (1982), p. 1212-1236. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.jstor.org/stable/1830945>>.
- SCHICH, SEBASTIAN [ET. AL] – “Reducing and sharing the burden of bank failures”. In *OECD Journal: Financial Market Trends* [Em linha]. Vol. 2015/2 (2016), pp. 29-61. [Consult. 13.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Reducing-and-sharing-the-burden-of-bank-failures.pdf>>.

- SCHULARICK, MORITZ - *Inside the Great Leveraging* [Em linha]. 2017. [Consult. 30.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/SCHULARICK-INET_Oct2017_Schularick_paper.pdf>.
- SCHULARICK, MORITZ ; TAYLOR, ALAN M. - *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008* [Em linha]. 2009. [Consult. 30.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.frbsf.org/economic-research/files/schularick_taylor.pdf>.
- SCHWARCZ, STEVEN L. - *The Case for a Market Liquidity Provider of Last Resort (Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series)* [Em linha]. 2009. [Consult. 21.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=1346542>>.
- - “Regulating Shadow Banking” - In “*Review of Banking & Financial Law*” [Em linha]. Vol: 31, nº (2012), p. 619-642. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3121&context=faculty_scholarship>.
- - “Regulating Shadows: Financial Regulation and Responsibility Failure” - In *Washington and Lee Law Review* [Em linha]. Vol: 70, nº 3 (2013), p. 1871-1825. [Consult. 08.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4346&context=wlu>>.
- - “The governance structure of shadow banking: rethinking assumptions about limited liability” – In *The Journal of Financial Perspectives* [Em linha]. Vol: 3, nº 1 (2015), p. 1-40. [Consult. 13.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3080382>.
- - “Too Big to Fool: Moral Hazard, Bailouts, and Corporate Responsibility” - In *Minnesota Law Review* [Em linha]. Vol: 102, nº (2017), p. 761-801. [Consult. 28.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6367&context=faculty_scholarship>.
- SEKINE, EIICHI - “Reforming China's Financial Markets: the Problems of Shadow Banking and Non-performing Loans” – In *Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, Public Policy Review* [Em linha]. Vol: 11, nº 1 (2015), p. 93-139. [Consult. 12.12.2019]. Disponível em WWW: <URL:

- https://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/11217434/www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp_review/ppr027/ppr027d.pdf>.
- SHEHZAD, CHOUDHRY TANVEER ; HAAN, JAKOB DE – “Supervisory powers and bank risk taking” – In *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* [Em linha]. Vol: 39, nº (2015), p. 15-24. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2015.05.004>>.
- SHIN, HYUN SONG - *Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators (IMF Working Paper)* [Em linha]. 2013a. [Consult. 10.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13258.pdf>>.
- SHIRAKAWA, MASAAKI - *Revisiting the philosophy behind central bank policy* [Em linha]. 2010. [Consult. 29.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/review/r100427b.pdf>>.
- SHU, CHONG - *Banking Competition Revisited: Shadow Banks vs. Commercial Banks* [Em linha]. 2017. [Consult. 10.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3064960> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3064960>>.
- SILVA, LEANDRO NOVAIS E – “Evolução da Regulação Bancária e a Crise Financeira de 2008/2009: o Banco Central do Brasil e as novas medidas pós-crise” – In *Revista da PGBC* [Em linha]. Vol: 7, nº 2 (2013), p. 20-47. [Consult. 02.01.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bcb.gov.br/pgbcb/201407/revista_pgbc_v7_n2_dez_2013.pdf>.
- SONG, FENGHUA ; THAKOR, ANJAN V. – “Notes on Financial System Development and Political Intervention” - *The World Bank Economic Review* [Em linha]. Vol: 27, nº 3 (2012), p. 491-513. [Consult. 18.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/Thakor/Website%20Papers/Notes%20on%20Financial%20System%20Development%20and%20Political%20Intervention.pdf>>.
- - “Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets” – In *The Economic Journal* [Em linha]. Vol: 120, nº 547 (2010), p. 1021-1055. [Consult. 16.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-0297.2009.02345.x>>.
- SONG, ZHENG (MICHAEL) ; XIONG, WEI - *Risks in China's financial system (BOFIT Discussion Papers)* [Em linha]. 2018. [Consult. 23.04.2019]. Disponível em WWW: <URL:

- <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/15103/dp0118.pdf;jsessionid=4083F219FF49F6D6CDC51B1D9B364408?sequence=1>>.
- SPENCE, MICHAEL – “Job Market Signaling” - In *The Quarterly Journal of Economics* [Em linha]. Vol: 87, nº 3 (1973), p. 355-374. [Consult. 29.09.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1882010>>.
- STEIN, JEREMY C. - *Monetary Policy as Financial-Stability Regulation (National Bureau of Economic Research)* [Em linha]. 2011. [Consult. 31.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nber.org/papers/w16883.pdf>>.
- STIGLER, GEORGE J. – “The Economics of Information” – In *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 69, nº 3 (1961), p. 213-225. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1829263>>.
- - *The Process and Progress of Economics (Nobel Memorial Lecture)* [Em linha]. 1982. [Consult. 02.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/stigler-lecture.pdf>>.
- STIGLITZ, JOSEPH E. – “Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May Be Undesirable” - In *American Economic Review* [Em linha]. Vol: 100, nº (2010), p. 388-392. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100.2.388>>.
- SUNSTEIN, CASS R. ; JOLLS, CHRISTINE ; THALER, RICHARD H. - *A Behavioral Approach to Law and Economics (Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics)* [Em linha]. 1998. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/4/>.
- TAN, YONG ; FLOROS, CHRISTOS – “Risk, capital and efficiency in Chinese banking” – In *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* [Em linha]. Vol: 26, nº (2013), p. 378-393. [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S104244311300053X?via%3Dihub>>.
- TAVARES, CARLOS - *A Crise Financeira: Aprendemos as Lições?(Working Paper CMVM)* [Em linha]. 2016. [Consult. 20.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/WorkingPapers/Documents/Working%20PaperCMVM3_2016\(b\).pdf](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/EstudosEWorkingPapers/WorkingPapers/Documents/Working%20PaperCMVM3_2016(b).pdf)>.
- TAYLOR, JOHN B. – “Discretion versus policy rules in practice” – In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* [Em linha]. Vol: 39, nº December (1993), p. 195-

214. [Consult. 21.11.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S016722319390009L?via%3Dihub>>.
- THAKOR, ANJAN V. – “Bank Capital and Financial Stability: An Economic Trade-Off or a Faustian Bargain?” - In *Annual Review of Financial Economics* [Em linha]. Vol: 6, (2014), p. 185-223. [Consult. 10.10.2016]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev-financial-110613-034531>>.
- - “Politics, credit allocation and bank capital requirements” - In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol: 45 (2021), [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042957319300221?via%3Dihub>>.
- - “Fintech and banking: what do we know?” – In *Journal of Financial Intermediation* [Em linha]. Vol: 41, (2020), [Consult. 30.03.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2019.100833>>.
- TIROLE, JEAN ; DEWATRIPONT, MATHIAS - *Macroeconomic Shocks and Banking Regulation* [Em linha]. 2017. [Consult. 13.01.2020]. Disponível em WWW: <URL: http://idei.fr/sites/default/files/medias/doc/by/tirole/macroschocks_sept7.pdf>.
- TOBIN, DAMIAN ; VOLZ, ULRICH - *The Development and Transformation of the Financial System in the People's Republic of China (ADB Working Paper Series)* [Em linha]. 2018. [Consult. 14.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.adb.org/publications/development-and-transformation-prc-financial-system>>.
- TOBIN, JAMES – “Money, Capital, and Other Stores of Value” – In *The American Economic Review* [Em linha]. Vol: 51, nº 2 (1961), p. 26-37. [Consult. 23.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1914465?seq=1>>.
- - *Commercial Banks as Creators of "Money" (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1963. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d01/d0159.pdf>>.
- - *Monetary Policies and the Economy. The Transmission Mechanism (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1977. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d04/d0456.pdf>>.

- - “A Proposal for International Monetary Reform”– In *Eastern Economic Journal* [Em linha]. Vol: 4, nº 3/4 (1978), p. 153-159. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/20642317?seq=1>>.
- - *Money and Finance In the Macro-Economic Process (Nobel Memorial Lecture)* [Em linha]. 1981a. [Consult. 19.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/tobin-lecture.pdf>>.
- - “Reviewed Work(s): Keynes’ Monetary Thought: A Study of its Development by Don Patinkin” - *Journal of Political Economy* [Em linha]. Vol: 89, nº 1 (1981b), p. 204-207. [Consult. 18.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/1837363>>.
- - *Macroeconomics and Fiscal Policy: Paul A. Samuelson and Modern Economics (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1982a. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d06/d0616.pdf>>.
- - *Money and Finance in the Macro-Economic Process (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1982b. [Consult. 23.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://elischolar.library.yale.edu/cowles-discussion-paper-series/849>>.
- - *The Monetary-Fiscal Mix: Long-Run Implications (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1986. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d07/d0780.pdf>>.
- - *Financial Intermediaries (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1987. [Consult. 30.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d08/d0817.pdf>>.
- - *International Currency Regimes, Capital Mobility, and Macroeconomic Policy (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1991a. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d09/d0993.pdf>>.
- - *The Invisible Hand in Modern Macroeconomics (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1991b. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d09/d0966.pdf>>.
- - *On Minsky’s Agenda for Reform (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1999. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d12/d1234.pdf>>.

- - *Fiscal Policy: Its Macroeconomics in Perspective (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 2001. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d13/d1301.pdf>>.
- TOBIN, JAMES ; BUTTER, WILLEM - *Long Run Effects of Fiscal and Monetary Policies on Aggregate Demand (Cowles Foundation Discussion Paper)* [Em linha]. 1974. [Consult. 11.09.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d03/d0384.pdf>>.
- TRAN, DUNG VIET – “Bank stability and dividend policy” – In *Cogent Economics & Finance* [Em linha]. Vol: 9, nº 1 (2021), [Consult. 10.11.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2021.1982234>>.
- TUCKER, PAUL - *Regulatory Reform, Stability and Central Banking (Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy)* [Em linha]. 2014. [Consult. 20.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/16-regulatory-reform-stability-central-banking-tucker.pdf>>.
- VOELLMY, LUCAS - *Shadow Banking and Financial Stability under Limited Deposit Insurance (ESRB Working Paper Series)* [Em linha]. 2019. [Consult. 29.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3723441>>.
- WALLACE, NEIL – “A Legal Restrictions Theory of the Demand for "Money" and the Role of Monetary Policy” - In *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* [Em linha]. Winter (1983), p. 1-7. [Consult. 22.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr711.pdf>>.
- WANG, BIN ; SUN, TAO - *How Effective Are Macroprudential Policies in China (IMF Working Paper)* [Em linha]. 2013. [Consult. 11.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1375.pdf>>.
- WANNISKI, JUDE – “Taxes, revenues and the "Laffer curve"” - In *The Public Interest* [Em linha]. 50 (1978), p. 3-16. [Consult. 16.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nationalaffairs.com/storage/app/uploads/public/58e1a4c54/58e1a4c549207669125935.pdf>>.
- WERNER BIJKERK [ET AL.] - *Systemic Risk Identification in Securities Markets (IOSCO Research Department: Staff Working Paper)* [Em linha]. 2012. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD461.pdf>>.

- WILKINSON, MICHAEL A. - *Public Law and the Autonomy of the Political: A Material Critique (LSE Law, Society and Economy Working Papers)* [Em linha]. 2017. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3063210>>.
- WILKINSON, MICHAEL A. ; LOKDAM, HJALTE - *Law and Political Economy (LSE Law, Society and Economy Working Papers)* [Em linha]. 2018. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3144723>>.
- WILLIAM K. SOJSTROM, JR. – “The AIG Bailout” – In *Washington and Lee Law Review* [Em linha]. Vol: 66, nº 3 (2009), p. 943-991. [Consult. 18.01.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol66/iss3/2/>>.
- WOJNIOLOWER, ALBERT M. ; FRIEDMAN, BENJAMIN M. ; MODIGLIANI, FRANCO – “The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History” - In *Brookings Papers on Economic Activity* [Em linha]. Vol: 1980, nº 2 (1980), p. 277-339. [Consult. 24.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1980/06/1980b_bpea_wojniower_friedman_modigliani.pdf>.
- WOLFSON, MARTIN H. – “Minsky’s Theory of Financial Crises in a Global Context” - *Journal of Economic Issues* [Em linha]. Vol: 36, nº 2 (2002), p. 393-400. [Consult. 28.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jstor.org/stable/4227789>>.
- WYMEERSCH, EDDY - *Shadow Banking and Systemic risk - EBI Working Paper Series* [Em linha]. 2017. [Consult. 14.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=2912161>>.
- ZARING, DAVID – “Financial Reform’s Internationalism” - In *Emory Law Journal* [Em linha]. Vol: 65, nº 5 (2016), p. 1255-1311. [Consult. 12.04.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2809989>.
- - “The Legal Response to the Next Financial Crisis” - In *George Mason Law Review* [Em linha]. Vol. 24, Nº 2 (2017), p. 533-553. [07.04.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=2961444>>
- ZENPING, HE ; GENLIANG, JIS - *An Institutional Analysis of China’s Reform of their Monetary Policy Framework (Levy Economics Institute of Bard College)* [Em linha]. 2019. [Consult. 17.10.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_925.pdf>.
- ZETZSCHE, DIRK A. [ET AL.] - *Financial Operating Systems (EBI Working Paper Series)* [Em linha]. 2020. [Consult. 02.04.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://ssrn.com/abstract=3532975>>.

Comunicações e artigos de conferência:

- ADRIAN, TOBIAS - *Shadow Banking and Market Based Finance (Speech at the International Monetary Fund)* [Em linha]. 2017. [Consult. 13.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/13/sp091417-shadow-banking-and-market-based-finance>>.
- BECKER, BO ; IVASHINA, VICTORIA - *Corporate Insolvency Rules and Zombie Lending. (ECB Forum on Central Banking 2021)* [Em linha]. 2021. [Consult. 29.09.2021]. Disponível em WWW: <URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2021/Ivashina_paper.en.pdf>.
- FISCHER, STANLEY - *Financial Stability and Shadow Banks: What We Don't Know Could Hurt Us. Financial Stability: Policy Analysis and Data Needs (2015 Financial Stability Conference. Washington D.C.)* [Em linha]. 2015a. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/fischer20151203a.pdf>>.
- - *Macropudential Monetary Policy. (59th Economic Conference of the Federal Reserve Bank of Boston. Boston, Massachussets)* [Em linha]. 2015b. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/fischer20151002a.pdf>>.
- GANG, YI - *China 's monetary policy framework - supporting the real economy and striking a balance between internal and external equilibrium (BIS Central Bankers' Speeches)* [Em linha]. 2018. [Consult. 17.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/review/r190130b.pdf>>.
- SCHULARICK, MORITZ - *Corporate indebtedness and macroeconomic stabilisation from a long-term perspective. (ECB Forum on Central Banking 2021)* [Em linha]. 2021. [Consult. 29.09.2021]. Disponível em WWW: <URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2021/Schularick_paper.en.pdf>.
- SHIN, HYUN SONG - *The Second Phase of Global Liquidity and its Impact on Emerging Economies (Federal Reserve Bank of San Francisco - Asia Economic Policy Conference - Prospects for Asia and the Global Economy)* [Em linha]. 2013b, p. 215- 224. [Consult.

- 05.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/Prospects-for-Asia-and-the-Global-Economy-full-text.pdf>>.
- STIGLITZ, JOSEPH E. - *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation (Tobin Project's conference on "Government and Markets: Toward a New Theory of Regulation, Yulee, Florida)* [Em linha]. 2008. [Consult. 18.02.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://policydialogue.org/files/events/Stiglitz_Principles_of_Regulation_2.pdf>.
- TARULLO, DANIEL K. - *Shadow Banking After the Financial Crisis (Conference on Challenges in Global Finance. San Francisco, California)* [Em linha]. 2012. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/tarullo20120612a.pdf>>.
- - *Thinking Critically about Nonbank Financial Intermediation (Brookings Institution. Washington, D.C.)* [Em linha]. 2015. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/tarullo20151117a.pdf>>.
- TOBIN, JAMES - *The Case for Preserving Regulatory Distinctions Jackson Hole, Wyoming: (Restructuring the Financial System The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming)* [Em linha]. 1987, p. 167-183. [Consult. 11.05.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1987/s87tobin.pdf>>.
- TUCKER, PAUL - *Shadow Banking - Thoughts for a possible policy agenda (European Commission High Level Conference, Brussels)* [Em linha]. 2012. [Consult. 20.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/review/r120427a.pdf>>.
- - *The reform of international banking – some remaining challenges (Oliver Wyman Institute Conference, London)* [Em linha]. 2013. [Consult. 20.10.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/review/r131002a.pdf>>.

Legislação e atos normativos (por organização ou jurisdição, em ordem hierárquica e cronológica):

Banco Mundial:

- BANCO MUNDIAL - *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*. January, 2011. [Consult. 24.12.2018]. Disponível em WWW: <URL:

<https://pubdocs.worldbank.org/en/538701606927038819/ICRStandard-Jan2011-withC1617.pdf>

--- - *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*. January, 2021. [Consult. 21.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/391341619072648570/pdf/Principles-for-Effective-Insolvency-and-Creditor-and-Debtor-Regimes.pdf>>

BIS:

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. July 1988. [Consult. 07.10.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>>.

--- - *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. June 2006. [Consult. 08.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>>.

--- - *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*. September, 2008. [Consult. 26.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs144.htm>>.

--- - *Enhancements to the Basel II framework*. July, 2009. [Consult. 02.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs157.pdf>>.

--- - *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. June, 2011. [Consult. 23.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>.

--- - *Core Principles for Effective Banking Supervision*. September 2012. [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>>.

--- - *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*. January 2013a. [Consult. 26.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>>.

--- - *Principles for effective risk data aggregation and risk reporting*. January 2013b. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs239.htm>>.

--- - *Capital requirements for banks' equity investments in funds*. December 2013c. [Consult. 29.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs266.htm>>.

- - *Basel III: the net stable funding ratio*. October 2014a. [Consult. 26.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d295.pdf>>.
 - - *Capital requirements for bank exposures to central counterparties*. April, 2014b. [Consult. 29.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs282.htm>>.
 - - *Revised Pillar 3 disclosure requirements*. January, 2015. [Consult. 29.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d309.htm>>.
 - - *Basel III: Finalising post-crisis reforms*. December 2017a. [Consult. 25.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf>>.
 - - *Capital treatment for short-term “simple, transparent and comparable” securitisations*. May 2018a. [Consult. 29.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d442.htm>>.
 - - *Technical Amendment Pillar 3 disclosure requirements – regulatory treatment of accounting provisions*. August 2018b. [Consult. 29.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d446.htm>>.
 - - *Minimum capital requirements for market risk*. January 2019a. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d457.htm>>.
 - - *The Basel Framework*. 2023. [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/basel_framework/index.htm?export=pdf>.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS ; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - *Recommendation for Central Counterparties*. November 2004. [Consult. 22.11.2018] Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf>>
- - *Principles for financial market infrastructures*. April 2012. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>>.
 - - *Application of the Principles for financial market infrastructures to central bank FMIs*. August 2015. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d130.pdf>>.
 - - *Criteria for identifying short-term “simple, transparent and comparable” securitisations*. May 2018. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d441.pdf>>.
 - - *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*. July 2019. [Consult. 31.01.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d475.pdf>>.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS ; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS; INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS - *Principles for the supervision of financial conglomerates*. September 2012. [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/publ/joint29.pdf> >.

FMI:

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL - *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles*. September 26, 1999. [Consult. 19.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/eng/code2e.pdf>>

--- - *Code of Good Practices on Fiscal Transparency*. 2007. [Consult. 02.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/051507c.pdf>>.

--- -. *The General Data Dissemination System_: guide for participants and users*. 2013a. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gdds/guide/2013/gddsguide13.pdf>>.

--- -. *The special data dissemination standard: guide for subscribers and users*. 2013b. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdds/guide/2013/sddsguide13.pdf>>.

--- -. *FSAP Review—Further adaptation to the post-crisis era*. September 2014. [Consult. 20.06.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/081814.pdf>>.

--- -. *The Special Data Dissemination Standard Plus. Guide for Adherents and Users*. December 2015. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://dsbb.imf.org/content/pdfs/sddsplus15.pdf>>.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL [ET. AL] - *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. October 2009. [Consult. 22.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf>>

FSB:

- FINANCIAL STABILITY BOARD - *Revised Charter of the Financial Stability Board*. June 12, 2012a. [Consult. 27.01.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Charter-with-revised-Annex-FINAL.pdf>>.
- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Overview of Policy Recommendations*. August 29, 2013a. [Consult. 26.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf>
- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*. August 29, 2013b. [Consult. 24.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829b.pdf>
- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*. August 29, 2013c. [Consult. 26.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf>
- - *Principles for An Effective Risk Appetite Framework*. November 18, 2013d. [Consult. 22.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_131118.pdf>.
- - *Guidance on Supervisory Interaction with Financial Institutions on Risk Culture. A Framework for Assessing Risk Culture*. April 7, 2014a. [Consult. 18.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/140407.pdf>>.
- - *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. October 15, 2014b. [Consult. 18.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf>.
- - *Principles for Cross-border Effectiveness of Resolution Actions*. November 3, 2015a. [Consult. 22.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Principles-for-Cross-border-Effectiveness-of-Resolution-Actions.pdf>>.
- - *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance. Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions*. November 12, 2015b. [Consult. 07.10.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070920-1.pdf>>.
- - *Guiding principles on the temporary funding needed to support the orderly resolution of a global systemically important bank (“G-SIB”)*. August 18, 2016a. [Consult.

18.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Guiding-principles-on-the-temporary-funding-needed-to-support-the-orderly-resolution-of-a-global-systemically-important-bank-%E2%80%9CG-SIB%E2%80%9D.pdf>>.

--- - *Key Attributes Assessment Methodology for the Banking Sector. Methodology for Assessing the Implementation of the Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions in the Banking Sector*. October 19, 2016b. [Consult. 20.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Key-Attributes-Assessment-Methodology-for-the-Banking-Sector.pdf>>.

--- - *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*. January 12, 2017a. [Consult. 20.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>>.

FINANCIAL STABILITY BOARD ; THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*. March 4, 2015. [Consult. 31.01.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/2nd-Con-Doc-on-NBNI-G-SIFI-methodologies.pdf>>.

IADI:

INTERNATIONAL ASSOCIATION OF DEPOSITS INSURERS - *IADI Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*. November 2014. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iadi.org/en/assets/File/Core%20Principles/cprevised2014nov.pdf>>

--- - *A Handbook for the Assessment of Compliance with the Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*. March 2016. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.iadi.org/en/assets/File/Core%20Principles/IADI_CP_Assessment_Handbook_FINAL_14May2016.pdf>.

IAIS:

INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS – *Insurance Core Principles*. November, 2017. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iaisweb.org/file/69922/insurance-core-principles-updated-november-2017>>.

--- - *Insurance Core Principles and Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups*. November, 2019. [Consult. 19.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/191115-IAIS-ICPs-and-ComFrame-adopted-in-November-2019.pdf>>.

IOSCO:

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*. October 2005. [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>>.

--- - *Objectives and Principles of Securities Regulation*. June 2010. [Consult. 19.02.2019] Disponível em WWW: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>>.

--- - *Mitigating Systemic Risk. A Role for Securities Regulators*. February 2011a. [Consult. 04.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/research/pdf/publications/Discussion%20Paper%20on%20Systemic%20Risk.pdf>>.

--- - *Intermediary Internal Controls associated with Price Verification of Structured Finance Products and Regulatory Approaches to Liquidity Risk Management*. February 2011b. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD344.pdf>>.

--- - *Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes*. January, 2012a. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>>.

---- - *Global Developments in Securitization Regulation*. June, 2012b. [Consult. 01.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD382.pdf>>

- - *Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*. March, 2013a. [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>>.
- - *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes*: COMMISSIONS, The International Organization of Securities, May, 2013b. [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD413.pdf>>.
- - *Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds*. June, 2013c. [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf>>.
- - *Risk Identification and Assessment. Methodologies for Securities Regulators*. June 2014. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD443.pdf>>.
- - *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. March, 2015a. [Consult. 03.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>>.
- - *Sound Practices at Large Intermediaries Relating to the Assessment of Creditworthiness and the Use of External Credit Ratings*. December 2015b. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD524.pdf>>.
- - *Objectives and Principles of Securities Regulation*. May 2017a. [Consult. 01.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>>.
- - *Update to the IOSCO Peer Review of Implementation of Incentive Alignment Recommendations for Securitisation*. November 2017b. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD584.pdf>>.
- - *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*. February, 2018a. [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>>.
- - *Mechanisms used by trading venues to manage extreme volatility and preserve orderly trading*. 2018b. [Consult. 01.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD607.pdf>>.

OCDE:

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO - G20/OECD
Principles of Corporate Governance. OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. September 2015. [Consult. 24.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>>

--- - *G20/OECD Principles of Corporate Governance. OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.* 2023. [Consult. 24.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0413>>

UE:

UNIÃO EUROPEIA *Tratado que cria o Mecanismo Europeu de Estabilidade*, assinado em 02 de Fevereiro de 2012. 2012 [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://www.esm.europa.eu/system/files/document/2023-05/12-TESM2-HR.pt12.pdf>>

--- -- *Tratado da União Europeia, Protocolo (n.º 4) Relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centis e do Banco Central Europeu. OJ C 202, 7.6.2016, p. 230–250.* 2016 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:12016M/PRO/04>>.

--- - *Regulamento (UE) n.º 1092/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010*, relativo à supervisão macroprudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico. OJ L 331, 15.12.2010, p. 1–11. 2010a [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02010R1092-20191230&qid=1687818446431>>

--- - *Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010*, que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Bancária Europeia), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/78/CE da Comissão. OJ L 331, 15.12.2010, p. 12–47. 2010b [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1093>>

- - *Regulamento (UE) nº 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010*, que cria uma Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), altera a Decisão n.º 716/2009/CE e revoga a Decisão 2009/77/CE da Comissão. OJ L 331, 15.12.2010, p. 84–119. 2010c [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1095>>
- - *Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013*, relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012 Texto relevante para efeitos do EEE. OJ L 176, 27.6.2013, p. 1–337. 2013a [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575>>
- - *Regulamento (EU) N.º 1024/2013 do Conselho de 15 de outubro de 2013*, que confere ao BCE atribuições específicas no que diz respeito às políticas relativas à supervisão prudencial das instituições de crédito. OJ L 287, 29.10.2013, p. 63–89 2013b [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32013R1024>>
- - *Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013*, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento, que altera a Diretiva 2002/87/CE e revoga as Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE Texto relevante para efeitos do EEE. OJ L 176, 27.6.2013, p. 338–436. 2013c [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:02013L0036-20220101>>
- - *Regulamento (UE) n.º 468/2014 do Banco Central Europeu, de 16 de abril de 2014*, que estabelece o quadro de cooperação, no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão, entre o Banco Central Europeu e as autoridades nacionais competentes e com as autoridades nacionais designadas (Regulamento-Quadro do MUS) (BCE/2014/17). OJ L 141, 14.5.2014, p. 1–50. 2014a [Consult. 11.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0468>>
- - *Regulamento (UE) n.º 806/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de julho de 2014*, que estabelece regras e um procedimento uniformes para a resolução de instituições de crédito e de certas empresas de investimento no quadro de um

Mecanismo Único de Resolução e de um Fundo Único de Resolução bancária e que altera o Regulamento (UE) n.º 1093/2010. OJ L 225, 30.7.2014, p. 1–90. 2014b [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0806-20220812>>

--- - *Diretiva 2014/49/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014*, relativa aos sistemas de garantia de depósitos (reformulação) Texto relevante para efeitos do EEE. OJ L 173, 12.6.2014, p. 149–178. 2014c [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:02014L0049-20140702>>

--- - *Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014*, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento e que altera a Diretiva 82/891/CEE do Conselho, e as Diretivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/CE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e os Regulamentos (UE) n.º 1093/2010 e (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho Texto relevante para efeitos do EEE. OJ L 173, 12.6.2014, p. 190–348. 2014d [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:02014L0059-20221114>>

--- - *Regulamento (UE) 2019/2033 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019*, relativo aos requisitos prudenciais aplicáveis às empresas de investimento e que altera os Regulamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 e (UE) n.º 806/2014 (Texto relevante para efeitos do EEE). PE/80/2019/REV/1. OJ L 314, 5.12.2019, p. 1–63. 2019a [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:32019R2033>>

--- - *Diretiva (UE) 2019/2034 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019*, relativa à supervisão prudencial das empresas de investimento e que altera as Diretivas 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE e 2014/65/UE (Texto relevante para efeitos do EEE). PE/79/2019/REV/1. OJ L 314, 5.12.2019, p. 64–114. 2019b [Consult. 26.06.2023]. Disponível em <WWW: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:02019L2034-20191205&qid=1687876746613>>

EUA:

- ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA - *US Code, Title 7 – Agriculture. Chapter 7, §2.* 2023a. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?path=/prelim@title12&edition=prelim>>.
- - *US Code, Title 12 – Banks and Banking.* 2023b. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?path=/prelim@title12&edition=prelim>>.
- - *US Code, Title 15 – Commerce and Trade. Chapter 2B, §78b.* 2023c. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid%3AUSC-prelim-title15-chapter2B&saved=%7CZ3JhbnVsZWlkOIVTQy1wcmVsaW0tdGl0bGUxNS1jaGFwdGVyMkItZnJvbnQ%3D%7C%7C%7C0%7Cfalse%7Cprelim&edition=prelim>>.
- - *US Code, Title 31 – Money and Finance.* 2023d [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=%22Legal+tender%22&f=treesort&fq=true&num=5&hl=true&edition=prelim&granuleId=USC-prelim-title31-section5103>>.
- - *Public Law 111–203 111th Congress An Act To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.* 2010. [Consult. 16.03.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf> >.
- - *Securities Act of 1933.* 1933. Chapter 38 of the 73rd Congress. 1933 [Consult. 12.03.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> >.
- - *Securities Exchange Act.* 1934. Chapter 404 of the 73rd Congress. 1934 [Consult. 08.03.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>>.
- - *Federal Reserve Act.* Chapter 6 of the 62nd Congress. 1940a. [Consult. 19.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-270/pdf/COMPS-270.pdf>>.

- - *Investment Company Act*. Chapter 686 of the 76th Congress. 1940b. [Consult. 12.03.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf>>.
- - *Federal Deposit Insurance Act*. Chapter 967 of the 81st Congress. 1950 [Consult. 04.03.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-265/pdf/COMPS-265.pdf>>.
- - *Regulation of the Department of Treasury Office of the Comptroller of the Currency 12 CFR Part 44 [Docket No. OCC–2020–0002] RIN 1557–AE67 Federal Reserve System 12 CFR Part 248 [Docket No. R–1694] RIN 7100–AF70 Federal Deposit Insurance Corporation 12 CFR Part 351 RIN 3064–AF17 Commodity Trading Commission 17 CFR Part 75 RIN 3038–AE93 Securities and Exchange Commission 17 CFR Part 255 [Release No. BHCA–9; File No. S7–02–20] RIN 3235–AM70. Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds. Federal Register/Vol. 85, No. 148/Friday, July 31, 2020/Rules and Regulations.. 2020 [Consult. 29.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-07-31/pdf/2020-15525.pdf>>.*
- - *Code of Federal Regulations, Title 12 – Banks and Banking*. 2023. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecfr.gov/current/title-12>>.
- - *Code of Federal Regulations, Title 17 – Commodity and Securities Exchanges*. 2023. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecfr.gov/current/title-12>>.

República Federativa do Brasil:

- REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL – *Constituição Federal de 1988*. 1988 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>.
- - *Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. 1964 [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595compilado.htm>
- - *Lei n.º 5.143, de 20 de Outubro de 1966*, que institui o Imposto sobre Operações Financeiras, regula a respectiva cobrança, dispõe sobre a aplicação das reservas

- monetárias oriundas de sua receita, e dá outras providências. 1966 [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5143.htm#art18>
- - *Lei nº 6.024, de 13 de Março de 1974* Dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras, e dá outras providências. 1974 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6024.htm>.
- - *Lei 6.385 de 7 de Dezembro de 1976*, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 1976 [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm>
- - *Decreto-Lei nº 2.321, de 25 de Fevereiro de 1987*,. que institui, em defesa das finanças públicas, regime de administração especial temporária, nas instituições financeiras privadas e públicas não federais, e dá outras providências. 1987 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2321.htm>.
- - *Lei nº 9.069, de 29 de Junho de 1995*, que dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. 1995a [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm>.
- - *Lei 9.447, de 14 de Março de 1997*, Dispõe sobre a responsabilidade solidária de controladores de instituições submetidas aos regimes de que tratam a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, e o Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987; sobre a indisponibilidade de seus bens; sobre a responsabilização das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis independentes; sobre privatização de instituições cujas ações sejam desapropriadas, na forma do Decreto-lei nº 2.321, de 1987, e dá outras providências. 1997 [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9447.htm>
- - *Lei Complementar nº 179, de 24 de Fevereiro de 2021*, que define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera o artigo da Lei nº 4.595, de 31 de Dezembro de 1964. 2021a [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm>.

- - *Lei nº 14.430, de 03 de Agosto de 2022*, que Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. 2022a [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/Lei/L14430.htm>
- - *Decreto nº 6306, de 14 de Dezembro de 2007*, que Regulamenta o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários – IOF. 2007 [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306compilado.htm>
- - *Resolução CMN nº 2197 de 30 de Agosto de 1995*, que autoriza a constituição de entidade privada, sem fins lucrativos, destinada a administrar mecanismo de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras. 1995b [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1995/pdf/res_2197_v3_p.pdf>
- - *Resolução nº 4.019 da CMN, 29 de setembro de 2011*, sobre medidas prudenciais e preventivas para assegurar a solidez, estabilidade e o funcionamento regular do Sistema Financeiro Nacional. 2011. [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/49318/Res_4019_v1_O.pdf>.
- - *Instrução Normativa nº 521 de 25 de Abril de 2012* .2012 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst521consolid.pdf>>.
- - *Resolução nº 4.192, 1 de março de 2013*, sobre a metodologia de cálculo dos Fundos Próprios (Revogado). 2013a [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL:

- https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/49007/Res_4192_v12_L.pdf >.
- - *Resolução nº 4.193, 1 de março de 2013*, sobre o cálculo de capital de base *tier 1* e nível 1 (Revogado). 2013 b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/49006/Res_4193_v7_L.pdf>.
- - *Resolução nº 4.277, 31 de outubro de 2013*, sobre normas mínimas e ajustamentos prudenciais da avaliação dos instrumentos financeiros. 2013c [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/48853/Res_4277_v3_L.pdf>.
- - *Instrução CVM n.º 541*, que regula os Serviços Centrais de Depósito (Revogado). 2013d [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst541consolid.pdf>>.
- - *Instrução CVM n.º 542*, que regula os serviços de custódia de ações (Revogado) 2013e [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>.
- - *Instrução CVM n.º 543*, que regula os serviços de contabilidade e emissão de certificados (Revogado). 2013f [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst543consolid.pdf>>.
- - *Instrução CVM n.º 544*, que obriga a organização no mercado de balcão (OTC) a ser responsável pelo registo de valores mobiliários (Revogado). 2013g [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst544.pdf>>.
- - *Instrução Normativa CVM nº 555 de 17 de Dezembro de 2014*. 2014 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555consolid.pdf>>.

- - *Resolução nº 4.401, 27 de fevereiro de 2015*, sobre o Rácio de Liquidez de Curto Prazo. 2015 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/48574/Res_4401_v2_L.pdf>.
- - *Resolução n.º 4.502, 30 de junho de 2016* [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50225/Res_4502_v2_L.pdf>.
- - *Resolução CMN nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017*. 2017a [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50335/Res_4553_v3_L.pdf>.
- - *Resolução nº 4.557, 23 de fevereiro de 2017*, sobre gestão e estrutura de risco. 2017b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50344/Res_4557_v7_L.pdf>.
- - *Resolução nº 4.615, 30 de novembro de 2017*, sobre a Relação de Alavancagem; 2017c [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50473/Res_4615_v2_L.pdf>.
- - *Resolução 4.616, de 30 de novembro de 2017*. 2017d [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50474/Res_4616_v1_O.pdf>.
- - *Resolução CVM nº 9 de 27 de Outubro de 2020*, que dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. 2020a [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol009.html>>.
- - *Resolução CVM nº 9 de 28 de Outubro de 2020*. 2020b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol009.pdf>>.

- - *Resolução CVM nº 31*, de 19 de maio de 2021. 2021b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol031consolid.pdf>>.
- - *Resolução CVM nº 32*, de 19 de maio de 2021. 2021c [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol032.pdf>>.
- - *Resolução CVM nº 33*, de 19 de maio de 2021). 2021d [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol033.pdf>>.
- - *Resolução CMN nº 4.955*, de 21 de outubro de 2021, sobre a metodologia para apuração do PR). 2021e [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4958>>.
- - *Resolução CMN nº 4.958*, de 21 de outubro de 2021. 2021f [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4958>>.
- - *Resolução CVM Nº 60 de 23 de Dezembro de 2021*. 2021g [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol060consolid.pdf>>.
- - *Resolução CVM nº175 de 23 de Dezembro de 2022*. 2022b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>>.
- - *Resolução CVM nº 135*, de 19 de maio de 2022. 2022c [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol135.html>>.
- - *Instrução CVM nº 175*, de 23 de dezembro de 2022. 2022d [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>>

--- - *Deliberação do COREMEC Nº 12 of 30 Agosto de 2010*. Diário Oficial da União – Secção 1 - Nº 168, quarta-feira, 1 de setembro de 2010. Pág. 30. 2010 [Consult. 02.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?data=01/09/2010&jornal=1&pagina=30&totalArquivos=136>>

--- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. MEMO/DOZ/Nº 003/2013 DE: DOZ Data: 24.06.2013. Otávio Yazbek, Diretor. 2013h [Consult. 03.07.2023]. Disponível em WWW: <URL:<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8724-0.pdf>>

República Popular da China:

REPÚBLICA POPULAR DA CHINA - *Issued by State Council Order No. 324 on November 23, 2001, Regulations on Closure of Financial Institutions*. 2001 [Consult. 10.11.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2830107/index.html>>

--- - *Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China*. Adopted at the Sixth Session of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress. 2003a. [Consult. 08.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2894095/index.html>>.

--- - *Law of the People's Republic of China on Banking Regulation and Supervision*. Adopted at the Sixth Session of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress. 2003b. [Consult. 09.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2830218/index.html>>.

--- - *Law of the People's Republic of China on Commercial Banks*. Adopted at the 13th Meeting of the Standing Committee of the Eighth National People's Congress on May 10, 1995, promulgated by Order No. 47 of the President of the People's Republic of China on May 10, 1995, and amended in accordance with the Decision of the Standing Committee of the National People's Congress on Amending the Law of the People's Republic of China on Commercial Banks adopted at the Sixth Meeting of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress on December 27, 2003. 2003c. [Consult.

- 23.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: http://www.npc.gov.cn/zgrdw/englishnpc/Law/2007-12/12/content_1383716.htm>.
- - *Law of the People's Republic of China on Securities*. Standing Committee of the Tenth National People's Congress at its 18th Meeting. 2005. [Consult. 11.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://www.csrc.gov.cn/csrc_en/c102033/c1371261/content.shtml>.
- - *Property Law of the People's Republic of China*. Adopted at the 5th session of the Tenth National People's Congress. 2007a [Consult. 15.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://www.csrc.gov.cn/csrc_en/c102033/c1371255/content.shtml>.
- - *Enterprise Bankruptcy Law of the People's Republic of China*. Order of the President of the People's Republic of China No.54 The Enterprise Bankruptcy Law of the People's Republic of China, adopted at the 23rd Meeting of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress of the People's Republic of China on August 27, 2006, is hereby promulgated and shall go into effect as of June 1, 2007. 2007b [Consult. 15.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://www.npc.gov.cn/zgrdw/englishnpc/Law/2008-01/02/content_1388019.htm>.
- - *Securities Investment Fund Law of the People's Republic of China*. Adopted at the 30th Session of the Standing Committee of the Eleventh National People's Congress of the People's Republic of China. 2012. [Consult. 20.04.2019]. Disponível WWW: <http://www.csrc.gov.cn/csrc_en/c102033/c1371253/content.shtml>.
- - *Futures and Derivatives Law of the People's Republic of China*. Order of the President of the People's Republic of China No.111 for the Promulgation 20.04.2022. 2022a [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.lexisnexis.com.hk/products-and-services/online-solution/lexis-china> > (Acesso pago).
- - *Regulations on Closure of Financial Institutions*. 2002. 2002 [Consult. 10.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130733/2830107/index.html>>.
- - *Rules on Supervision over Securities Companies*. 6th Executive Meeting of the State Council. 2008. 2008 [Consult. 19.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: http://www.csrc.gov.cn/csrc_en/c102033/c1371277/content.shtml>.
- - *The "Measures for the Administration of Capital of Commercial Banks (Trial Implementation)*. Order of the China Banking Regulatory Commission No. 1 Of 2012,

which were adopted at the 115th Chairman's Meeting of the China Banking Regulatory Commission. June 7, 2012. 2012 [Consult. 01.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.gov.cn/gongbao/content/2012/content_2245522.htm> (Original em mandarim. Traduzido para a lingua inglesa por meios automáticos)

- - *Order of the State Council of the People's Republic of China No. 660*, The Deposit Insurance Regulation, as adopted at the 67th executive meeting of the State Council. October 29, 2014. 2014 [Cons. 02.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688253/3689006/3858809/index.html>>
- *Yinfa No. 106 [2018]*, Guiding Opinions of PBC, CBIRC, CSRC, and SAFE on Regulating the Asset Management Business of Financial Institutions. 2018 [Consult. 02.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688253/3689009/3788480/3778722/index.html>>
- - *Comments Sought on the Financial Stability Law (Draft)*. Draft for comments. 30.12.2022. 2022b [Cons. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.lexisnexis.com.hk/products-and-services/online-solution/lexis-china> > (Acesso pago).

República Portuguesa:

- REPÚBLICA PORTUGUESA - *Constituição da República Portuguesa de 1976*. 1976 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-aprovacao-constituicao/1976-34520775>.
- - *Lei n.º 5/98, de 31 de Janeiro*, Lei Orgânica do Banco de Portugal. 1998 [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/1998-67284217-203569604>>.
 - - *Lei n.º 150/99, de 11 de setembro*, que Aprova o Código do Imposto do Selo. Diário da República n.º 213/1999, Série I-A de 1999-09-11, páginas 6264 – 6275. 1999a [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/lei/1999-34540175>>.
 - -. *Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro*, que Aprova o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras. Diário da República n.º 301/1992, 6º Suplemento, Série I-A de 1992-12-31, páginas 24 – 51. 1992 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em

WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1992-70072322>>.

- - *Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro*, que Estabelece o regime da titularização de créditos e regula a constituição e a actividade dos fundos de titularização de créditos, das respectivas sociedades gestoras e das sociedades de titularização de créditos. Diário da República n.º 258/1999, Série I-A de 1999-11-05, páginas 7682 – 7693. 1999b [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-137352202>>.
- - *Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro*, que Aprova o novo Código dos Valores Mobiliários. Diário da República n.º 265/1999, Série I-A de 1999-11-13, páginas 7968 – 8040. 1999c [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>>.
- - *Decreto-Lei n.º 228/2000, de 23 de setembro*, que Cria o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros. Diário da República n.º 221/2000, Série I-A de 2000-09-23, páginas 5116 – 5117. 2000 [Consult. 28.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/2000-73610581>>.

Relatórios (por jurisdição):

BIS:

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Assessment of Basel III regulations – China*. September 2013d. [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/l2_cn.pdf>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III regulations in Brazil*. December 2013e [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/l2_br.pdf>.
 - - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Assessment of Basel III regulations – European Union*. December 2014c. [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d300.pdf>>.

- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Assessment of Basel III regulations – United States of America.* December 2014d. [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d301.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III G-SIB framework and review of D-SIB frameworks – China.* June 2016a [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d373.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III G-SIB framework and review of D-SIB frameworks – European Union.* June 2016b [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d369.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III G-SIB framework and review of D-SIB frameworks – United States.* June 2016c [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d369.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III LCR regulations – China.* July 2017b [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d411.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III LCR regulations – European Union.* July 2017c [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d410.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III LCR regulations – United States of America.* July 2017d [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d409.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III LCR regulations – Brazil.* October 2017e [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d420.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel large exposures framework – Brazil.* March 2019b [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d459.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel NSFR regulations – Brazil.* March 2019c [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d458.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel large exposures regulations – China.* November 2019d [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d482.pdf>>.

- *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel NSFR regulations – China*. November 2019e [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d480.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel large exposures regulations – European Union*. July 2022a. Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d536.pdf>>.
- - *Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel NSFR regulations – European Union*. July 2022b [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d535.pdf>>.

FMI:

- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL - *IMF Country Report No. 17/358. People's Republic of China. Financial System Stability Assessment. Press release and statement by the executive director for People's Republic of China*. December 2017 [Consult. 19.06.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2017/cr17358.ashx>>.
- - *IMF Country Report No. 18/226. Euro Area Policies. Financial System Assessment*. July 2018a [Consult. 19.06.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2018/cr18226.ashx>>.
 - - *World Economic Outlook. Challenges to steady growth*. October, 2018b. [Consult. 13.07.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>>.
 - - *IMF Country Report No. 18/339 Brazil. Financial System Stability Assessment*. November 2018c [Consult. 19.06.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2018/cr18339.ashx>>.
 - - *IMF Country Report No. 20/242. United States. Financial Stability Assessment*. August 2020 [Consult. 19.06.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2020/English/1USAEA2020002.ashx>>.
 - - *Global financial stability report. Safeguarding Financial Stability amid High Inflation and Geopolitical Risks*. April 2023 [Consult. 23.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2023/April/English/text.ashx>>

FSB:

- FINANCIAL STABILITY BOARD - *Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision Progress report on implementing the recommendations on enhanced supervision*. 27 October 2011. [Consult. 27.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104ee.pdf>.
- - *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*. 19 November 2012b [Cons. 07.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121118c.pdf>.
- - *Peer Review of the United States Review Report*. 27 August 2013a. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130827.pdf>.
- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking An Overview of Policy Recommendations*. 29 August 2013b. [Consult. 27.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf>.
- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repo*. 29 August 2013c. [Consult. 24.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf>.
- - *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*. 29 August 2013d. [Consult. 24.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf>.
- - *Peer Review of China. Review Report*. 13 August 2015c. [Consult. 11.05.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/China-peer-review-report.pdf>>
- - *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. 12 November 2015d. [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>>.
- - *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance. Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions*. 12 November 2015e. [Consult. 07.10.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070920-1.pdf>>.

- - *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*. 10 May 2017b. [Consult. 05.12.2017]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>>.
- - *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*. 5 March 2018. [Consult. 02.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>>.
- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*. 4 February 2019 [Consult. 02.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040219.pdf>>.
- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019*: 19 January 2020a. [Consult. 07.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P190120.pdf>>.
- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020*. 16 December 2020b. [Consult. 07.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161220.pdf>>.
- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2021*. 16 December 2021. [Consult. 08.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161221.pdf>>.
- - *Promoting Global Financial Stability. 2022 FSB Annual Report*. 16 November 2022a. [Consult. 13.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161122.pdf>>
- - *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022*. 20 December 2022b. [Consult. 19.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201222.pdf>>.
- - *2022 List of Global Systemically Important Banks*. 2022c [Consult. 15.07.2023] Disponível em WWW: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P211122.pdf>. Pág. 3.

G20:

G20 - *Leaders' Statement - The Pittsburgh Summit - September 24-25 2009*. 2009 [Consult. 26.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.oecd.org/g20/summits/pittsburgh/G20-Pittsburgh-Leaders-Declaration.pdf>>.

--- - *The Seoul Summit Document*. 2010. 2010 [Consult. 02.06.2020]. Disponível em WWW: <<https://www.oecd.org/g20/summits/seoul/Seoul-Summit-Document.pdf>>.

IOSCO:

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - *Intermediary Internal Controls associated with Price Verification of Structured Finance Products and Regulatory Approaches to Liquidity Risk Management*. February 2011c [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD344.pdf>>.

--- - *Global Developments in Securitization Regulation*. June 2012c. [Consult. 01.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD382.pdf>>.

--- - *A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector*. March 2014b. [Consult. 16.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD438.pdf>>.

--- - *Risk Identification and Assessment. Methodologies for Securities Regulators*. June 2014c. [Consult. 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD443.pdf>>.

--- - *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. February 2017c [Consult. 04.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>>

--- - *IOSCO Report on Good Practices for the Termination of Investment Funds*. November 2017d [Consult. 15.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD588.pdf>>.

BCE:

BANCO CENTRAL EUROPEU - *Financial Stability Review*. May 2023. [Consult. 05.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202305~65f8cb74d7.en.pdf>>

República Portuguesa:

BANCO DE PORTUGAL – *Livro Branco Sobre a regulação e supervisão do sector financeiro*. 2016. [Consult. 05.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/livro_branco_web.pdf>

Páginas de Internet:

BANCO MUNDIAL (2023a) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – China*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=CN>>

--- (2023b) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=US>>

--- (2023c) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – European Union*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=EU>>

--- (2023d) - *Domestic credit to private sector (% of GDP) – Brazil*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=BR>>

--- (2023e) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – China*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=CN>>

--- (2023f) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=US>>

--- (2023g) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – Brazil*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=BR>>

--- (2023h) - *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP) – European Union*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=EU>>

- (2023i) - *Domestic credit to private sector by financial sector (% of GDP) – United States*. The World Bank IBRD – IDA Data [Consult. 23.02.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?locations=US> >
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2023a) - *Implementation RCAP reports*. BIS Website [Consult. 25.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: https://www.bis.org/bcbs/implementation/rcap_reports.htm>.
- (2023b) - *Total credit to the non-financial sector (core debt)*. BIS Website [Consult. 22.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f1.1>>.
- (2023c) - *Total credit to the private non-financial sector (core debt)*. BIS Website [Consult. 22.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/f2.1?p=20224&c=>>>.
- COMISSÃO EUROPEIA (2019) - *Taxation of the financial sector*. European Commission Website [Consult. 16.02.2019]. Disponível em WWW: <URL: https://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation-financial-sector_en>.
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2018) - *Impose a Tax on Financial Transactions*. Congressional Budget Office Website [Consult. 28.02.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.cbo.gov/budget-options/2016/52287>>.
- DELLOITE CHINA (2021) - *Tax Analysis. Stamp Tax Law Adopted*. Deloitte China Website [Consult. 21.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cn/Documents/tax/ta-2021/deloitte-cn-tax-tap3422021-en-210616.pdf>>
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2018) - *Implementation of reforms in priority areas by FSB jurisdictions (as of November 2018)*. Financial Stability Board Website [Consult 09.12.2018]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P281118-2.pdf>>
- FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS (2023) - *Estatuto do FGC*. FGC Website [Consult. 04.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.fgc.org.br/backend/upload/media/arquivos/Normas/estatuto.pdf>>
- ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (2022) – *General government spending*. OCDE Data [Consult. 12.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://data.oecd.org/gga/general-government-spending.htm>>.
- SECURITIES AND EXCHANGES COMMISSIONS (2023) - *Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Securities and Exchange Commission

Website [Consult. 29.06.2023]. Disponível em WWW: <URL:
<https://www.sec.gov/securities-topics/dodd-frank-act>>

Artigos de jornal (por ano e em ordem alfabética):

2011:

RUSHE, DOMINIC – “How Goldman Sachs gained from bailout of AIG”. 27 de Janeiro, 2011. *The Guardian* [Consult. 18.01.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.theguardian.com/business/2011/jan/27/goldman-sachs-received-aig-bailout-cash>>.

2015:

PORTILLO, JUANDE – “Bruselas busca arrojar luz sobre la banca en la sombra”. Espanha: 17 de Junho, 2015. *Cinco Dias* [Consult. 24.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2015/06/17/mercados/1434571257_654767.html>

KRUGMAN, PAUL – “Financial Reform’s Effect on Shadow Banking”. 17 de Abril, 2015. *Truthout.org* [Consult. 17.05.2018]. Disponível em WWW: <URL: <https://truthout.org/articles/financial-reform-s-effect-on-shadow-banking/?tmpl=component&print=1>>.

REUTERS – “Here’s how much the 2008 bailouts really cost”. Reino Unido: 21 de Agosto, 2015. *Reuters*. [Consult. 19.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.reuters.com/article/europe-banks-bailouts-idUKL5N10W0XJ20150821h>>.

WEI, LINGLING – “China to Begin Deposit Insurance in May”. EUA: 31 de Março, 2015. *Wall Street Journal* [Consult. 06.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.wsj.com/articles/china-to-begin-deposit-insurance-from-may-1427794649>>.

2016:

ALCONADA, ÁNGELES GONZALO – “El Banco de España defiende un proceso natural de nuevas fusiones”. Espanha: 15 de Dezembro, 2016. *Cinco Dias* [Consult. 24.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/12/15/mercados/1481798423_838912.html>

2019:

GOMBATA, MARSILEA – “China freou transição econômica - Entrevista Michael Pettis”. Brasil: 11 de Julho, 2019. *Valor Econômico* [Consult. 07.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.valor.com.br/internacional/6339279/china-freou-transicao-economica-diz-pettis>>.

HARBERT, Tam – “Here’s how much the 2008 bailouts really cost”. EUA: 21 de Fevereiro, 2019. *MIT Ideas Made to Matter*. [Consult. 19.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/heres-how-much-2008-bailouts-really-cost>>.

HIRATA, LUCAS – “BCs podem fracassar em evitar recessão - Entrevista Jan Lambregts, do Rabobank”. Brasil: 19 de Agosto, 2019. *Valor Econômico* [Consult. 19.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/08/19/bcs-podem-fracassar-em-evitar-recessao.ghtml>>.

RESENDE, ANDRÉ LARA – “André Lara Resende escreve sobre razão e superstição do déficit”. Brasil: 09 de Agosto, 2019a. *Valor Econômico* [Consult. 18.04.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.valor.com.br/cultura/6216131/andre-lara-resende-escreve-sobre-razao-e-supersticao-do-deficit>>.

--- - “André Lara Resende: o equívoco dos juros altos”. Brasil: 18 de Abril, 2019b. *Valor Econômico* [Consult. 09.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.valor.com.br/cultura/6383355/andre-lara-resende-o-equivoco-dos-juros-altos>>.

ROCKMANN, ROBERTO – “Globalização morreu, diz Michael O’Sullivan, do Credit Suisse”. Brasil: 26 de Julho, 2019. *Valor Econômico* [Consult. 26.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2019/07/26/globalizacao-morreu-diz-michael-o-sullivan-do-credit-suisse.ghtml>>.

STIGLITZ, JOSEPH E. – “Ataque ao BNDES é perturbador e surpreendente”. Brasil: 21 de Agosto, 2019. *Folha de São Paulo* [Consult. 21.08.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/08/ataque-ao-bndes-eperturbador-e-surpreendente.shtml>>.

THE ECONOMIST – “Inequality could be lower than you think”. Inglaterra: 28 de Novembro de 2019. *The Economist* [Consult. 01.12.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.economist.com/leaders/2019/11/28/inequality-could-be-lower-than-you-think>>

WOLF, MARTIN – “A Cooperação global está sob ameaça”. Brasil: 12 de Julho, 2019. *Valor Econômico* [Consult. 12.07.2019]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.valor.com.br/internacional/6341901/cooperacao-global-esta-sob-ameaca>>.

2020:

BAYÓN, ÁLVARO – “El BCE plantea extender sus inyecciones de liquidez a la banca en la sombra”. Espanha: 20 de Abril, 2020. *Cinco Dias* [Consult. 24.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/04/17/mercados/1587143762_083378.html>

ENRICH, DAVID – “The Money Behind Trump’s Money”. EUA: 2020. *The New York Times* [Consult. 05.02.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://nyti.ms/2UoqX48>>.

MOREIRA, ASSIS – “Elevado endividamento das empresas é nova ameaça à economia global”. Brasil: 10 de Março, 2020. *Valor Econômico* [Consult. 10.03.2020]. Disponível em WWW: <URL: <https://valor.globo.com/mundo/noticia/2020/03/10/elevado-endividamento-das-empresas-e-nova-ameaca-alerta-a-ocde.ghtml>>.

SALOBRAL, NÚRIA – “El BCE defiende las compras de deuda ante la amenaza de labanca en la sombra”. Espanha: 03 de Janeiro, 2020. *Cinco Dias* [Consult. 24.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/02/mercados/1577983136_488862.html>

2021:

ALCONADA, ÁNGELES GONZALO – “Campa (EBA) reclama una mayor reestructuración en la banca ante su baja rentabilidad”. Espanha: 29 de Setembro, 2021. *Cinco Dias* [Consult. 24.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/09/29/companias/1632942646_915843.html>

--- - “La banca española dejará de ser el farolillo rojo encapitalización tras los nuevos requisitos de Basilea III”. Espanha: 28 de Outubro, 2021. *Cinco Dias* [Consult. 28.10.2021]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/10/27/companias/1635363214_559956.html>

PARRAMORE, LYNN. “Jim Chanos: China’s “Leveraged Prosperity” Model is Doomed. And That’s Not the Worst”. EUA: 14 de Outubro, 2021. *Institute for New Economic Thinking* [Consult. 10.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/jim-chanos-chinas-leveraged-prosperity-model-is-doomed-and-thats-not-the-worst>>

PERALTA, LUIS ALBERTO – “La cruzada de China contra la banca en la sombra”. Espanha: 03 de Outubro, 2023. *Cinco Dias* [Consult. 24.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/10/01/mercados/1633099633_604748.html>

WEARDEN, GRAEME – “Global financial markets brace for a bumpy ride in 2022”. Inglaterra: 27 de Dezembro, 2021. *The Guardian* [Consult. 27.12.2021]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.theguardian.com/business/2021/dec/27/global-financial-markets-brace-for-a-bumpy-ride-in-2022>>.

2022:

ACEBES, LAURA SALCES – “Bruselas investiga a Deutsche Bank y Rabobank por cártel en el mercado secundario de deuda soberana”. Espanha: 06 de Dezembro, 2022. *Cinco Dias* [Consult. 06.12.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/12/06/mercados/1670327266_157149.html>

- ASGARI, NIKOU – “EU urged to help pension funds on margin calls stress”. Reino Unido: 20 de Outubro, 2022. *Financial Times* [Consult. 20.10.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/1c47de9c-0d6e-4eb4-841c-1b8e8ea96aac>>
- DAVIES, HOWARD – “The regulators’ revolt”. EUA: 28 de Novembro, 2022. *Project Syndicate*. [Consult. 29.11.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/rise-and-fall-of-proposed-uk-regulatory-call-in-power-by-howard-davies-2022-11>>
- EXPRESSO – “Banco de Reino Unido despeja dinheiro no mercado para evitar colapso de fundos de pensões”. Portugal: 29 de Setembro, 2022. *Expresso* [Consult. 29.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://expresso.pt/economia/2022-09-29-Banco-de-Reino-Unido-despeja-dinheiro-no-mercado-para-evitar-colapso-de-fundos-de-pensoes-b694e1e4>>.
- - “Constâncio junta-se ao coro de críticas ao 'choque fiscal' britânico: “É extraordinário” que “a libra já não seja uma moeda significativa”. Portugal: 29 de Setembro, 2022b. *Expresso* [Consult. 29.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://expresso.pt/economia/2022-09-29-Constancio-junta-se-ao-coro-de-criticas-ao-choque-fiscal-britanico-E-extraordinario-que-a-libra-ja-nao-seja-uma-moeda-significativa-c8614a44>>.
- FRANKFURTER ALLGEMEINE – “Jedes Merkmal einer Blase ist erfüllt”. Alemanha: 07 de Janeiro, 2022. *Frankfurter Allgemeine* [Consult. 07.01.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/gefahr-durch-aktien-hype-droht-eine-neue-finanzblase-17718908.html>>
- FRANKLIN, JOSHUA – “Jamie Dimon warns capital rules pose ‘significant economic risk’”. Reino Unido: 20 de Setembro, de 2022. *Financial Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/ff2891b6-d1f6-4989-926e-6d769e7ce07b>>.
- MANCE, HENRY – “Nouriel Roubini: ‘I hope I didn’t depress you too much’”. Reino Unido: 19 de Dezembro, 2022. *Financial Times* [Consult. 15.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/b86825e3-5e34-4817-801f-0e0c190bcbbb>>
- NOONAN, LAURA – “UK financial regulation architects warn against scrapping “ringfencing””. Reino Unido: 20 de Março, de 2022. *Financial Times* [Consult. 21.03.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/2d5d2124-082a-4b67-a966-ba8b81046263>>.

- NOONAN, LAURA. STAFFORD, PHILIP. SMITH, IAN – “Global regulator calls for ‘urgent action’ on clearing houses and insurers”. Reino Unido: 08 de Dezembro, de 2022. *Financial Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/ffc51ab8-5503-4d25-864c-b82bbe2eb1a8>>.
- PROUD, LIAM – “El momento dulce de los bancos europeos será efímero”. Espanha: 27 de Outubro, 2022. *Cinco Dias* [Consult. 27.10.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/10/26/opinion/1666791462_655219.html>
- REINHART, CARMEN M.. KLAPPER, LEORA – “Private-Debt Risks Are Hiding in Plain Sight”. EUA: 02 de Maio, 2022. *Project Syndicate* [Consult. 02.05.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/pandemic-debt-moratorium-and-ukraine-war-boost-debt-distress-by-carmen-m-reinhart-and-leora-klapper-2022-05?barrier=accesspaylog>>.
- ROGOFF, KENNETH – “Britain Is Not an Emerging Market– Yet”. EUA: 30 de Setembro, 2022a. *Project Syndicate* [Consult. 14.10.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/uk-truss-tax-cuts-energy-subsidy-reckoning-by-kenneth-rogoft-2022-09>>.
- – “China’s Diminishing Returns”. EUA: 31 de Outubro, 2022b. *Project Syndicate* [Consult. 08.11.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-diminishing-returns-real-estate-housing-slowdown-by-kenneth-rogoft-2022-10>>.
- ROUBINI, NOURIEL – “Russia's War and the Global Economy”. EUA: 25 de Fevereiro, 2022a. *Project Syndicate* [Consult. 25.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/russias-war-and-the-global-economy-by-nouriel-roubini-2022-02>>.
- - “Don’t Bet on a Soft Landing”. EUA: 26 de Maio, 2022b. *Project Syndicate* [Consult. 26.05.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/reducing-inflation-likely-to-cause-recession-by-nouriel-roubini-2022-05>>.
- – “The Stagflationary Debt Crisis is Here”. EUA: 03 de Outubro, 2022c. *Project Syndicate* [Consult. 03.10.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-debt-crisis-is-here-by-nouriel-roubini-2022-10>>.

- – “The Age of Megathreats”. EUA: 04 de Novembro, 2022d. *Project Syndicate* [Consult. 05.11.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/onpoint/age-of-megathreats-war-climate-debt-inflation-technology-by-nouriel-roubini-2022-11>>.
- – “The Unavoidable Crash”. EUA: 02 de Dezembro, 2022e. *Project Syndicate* [Consult. 03.12.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflationary-economic-financial-and-debt-crisis-by-nouriel-roubini-2022-12>>.
- SALOBRAL, NÚRIA – “El BCE defiende las compras de deuda ante la amenaza de labanca en la sombra”. Espanha: 23 de Dezembro, 2022. *Cinco Dias* [Consult. 23.12.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/12/22/mercados/1671730649_983401.html>.
- SWEENEY, PETE – “La banca en la sombra china reza para ser considerada sistémica”. Espanha: 24 de Agosto, 2022. *Cinco Dias* [Consult. 24.08.2022]. Disponível em WWW: <URL: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/08/23/opinion/1661255099_764204.html>.
- TAUHATA, SÉRGIO – “China vive situação sem precedentes de saída de capital, diz IIF”. Brasil: 2022. *Valor Econômico* [Consult. 25.03.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/03/24/china-vive-situacao-sem-precedentes-de-saida-de-capital-diz-iif.ghtml>>.
- VAROUFAKIS, YANIS – “How the Euro Divided Europe”. EUA: 20 de Janeiro, 2022a. *Project Syndicate* [Consult. 04.02.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/euro-has-promoted-members-divergence-not-convergence-by-yanis-varoufakis-2022-01>>.
- - “Inflation as a Political Power Play Gone Wrong”. EUA: 22 de Junho, 2022b. *Project Syndicate* [Consult. 11.07.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-is-result-of-empowered-financial-markets-by-yanis-varoufakis-2022-06>>.
- - “How the West Poisoned Its Money”. EUA: 20 de Setembro, 2022c. *Project Syndicate* [Consult. 29.09.2022]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/west-poisoned-its-money-with-austerity-and-negative-interest-rates-by-yanis-varoufakis-2022-09>>.

2023:

ALDRICK, PHILIP. RANDOW, JANA – “Euro Area Braces for Era of Central-Bank Losses After QE Binge”. EUA: 20 de Fevereiro, 2023. *Bloomberg* [Consult. 20.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-20/euro-area-braces-for-era-of-central-bank-losses-after-qe-binge>>

ALLEN, MATTHEW – “Credit Suisse collapse: consequences and open questions”. Suíça: 20 de Março, 2023a. *Swiss Info* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/credit-suisse-collapse--consequences-and-open-questions/48375346>>

--- - “Is a monster UBS bank bad for Switzerland?”. Suíça: 23 de Março, 2023b. *Swiss Info* [Consult. 23.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/is-a-monster-ubs-bank-bad-for-switzerland-/48385688>>

ALIAJ, ORTENCA. FRANKLIN, JOSHUA. POLITI, JAMES – “First Republic shares fall as investors weigh dividend cut and \$30bn aid”. Reino Unido: 17 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/daf5d4cc-8d0d-47a3-9d10-4526683e8a4e>>

ARMSTRONG, ROBERT – “SVB was only a little bit insolvent, luckily”. Reino Unido: 13 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível em WWW: <<https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/9ee5edda-a038-4992-863f-242bd69c8b79>>

ARNOLD, MARTIN – “There are several reasons to worry about the health of Europe’s banks”. Reino Unido: 20 de Março, 2023a. *Financial Times* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <<https://www.ft.com/content/6af69772-4b8d-4a7c-960c-f233e6ced960>>. “

--- - ECB too lax in supervising Europe’s largest banks, watchdog warns”. Reino Unido: 13 de Maio, 2023b. *Financial Times* [Consult. 13.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/8d2c6849-09eb-474d-8a50-063706517d16>>.

ARNOLD, MARTIN. CHAZAN, GUY – “Bundesbank warns losses from bond purchases will wipe out buffers”. Reino Unido: 01 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult.

- 01.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/8b30003d-e1ce-4283-a0a8-e6d8d8c5d7d8>>
- ARONS, STEVEN – “Deutsche Bank’s Regulators Criticize its internal probe”. EUA: 20 de Fevereiro, 2023. *Bloomberg* [Consult. 20.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-20/deutsche-bank-s-regulators-criticize-handling-of-internal-probe?srnd=premium-europe>>
- BAUTZER, TATIANA – “JPMorgan's Dimon says US banking turmoil not over, sees long repercussions.” Reino Unido: 04 de Abril, 2023. *Reuters* [Consult. 04.04.2023]. Disponível em WWW: <URL: [/www.reuters.com/markets/us/jpmorgans-dimon-says-us-banking-crisis-not-over-sees-long-repercussions-2023-04-04/](https://www.reuters.com/markets/us/jpmorgans-dimon-says-us-banking-crisis-not-over-sees-long-repercussions-2023-04-04/)>
- BETZ, BRADFORD – “Brazil, China strike trade deal agreement to ditch US dollar.” EUA: 29 de Março, 2023. *Fox Business* [Consult. 29.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.foxbusiness.com/markets/brazil-china-strike-trade-deal-agreement-ditch-us-dollar>>
- BLOOMBERG – “US Banks Have a \$620 Billion Problem Lurking On Their Balance Sheets”. EUA: 31 de Março, 2023. *Bloomberg* [Consult. 31.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bloomberg.com/graphics/2023-svb-exposed-risks-banks/?srnd=premium>>
- BRADSHER, KEITH – “After doling out huge loans, China is now bailing out countries”. EUA: 27 de Março, 2023. *The New York Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.nytimes.com/2023/03/27/business/china-loans-bailouts-debt.html>>
- BRENTON, HANNAH – “Doomed to repeat its crisis mistakes? Diluted EU banking reforms raise fears”. EUA: 17 de Janeiro, 2023a. *Político* [Consult. 22.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/european-union-banking-crisis-reform-doomed-to-repeat-its-crisis-mistakes-warning-as-eu-dilutes-banking-reforms/>>
- - “Here’s where the next financial crisis starts.” EUA: 30 de Janeiro, 2023b. *Político* [Consult. 31.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/where-the-next-financial-banks-regulation-crisis-starts/>>
- - “Don’t panic about the panic, says top bank regulator.” EUA: 28 de Março, 2023c. *Político* [Consult. 30.03.2023]. Disponível em WWW: <URL:

<https://www.politico.eu/article/pay-attention-market-panic-banks-deutsche-bank-cretis-suisse-regulator-dominique-laboureix-warn/>.

--- - “Silence speaks volumes as Switzerland still reels from bank meltdown”. EUA: 26 de Maio, 2023d. *Político* [Consult. 30.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/silence-speaks-volumes-as-switzerland-still-reels-from-bank-meltdown/>>

CALOMIRIS, CHARLES W. – “The Lessons of the Great Depression Are Being Ignored”. EUA: 18 de Março, 2023. *Político* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/magazine/2023/03/18/fdr-would-hate-the-fix-to-todays-banking-crisis-00087657>>

CANCRYN, ADAM. WHITE, BEN. GUIDA, VICTORIA – “How Biden saved Silicon Valley startups: Inside the 72 hours that transformed U.S. banking”. EUA: 13 de Março, 2023. *Político* [Consult. 14.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/2023/03/13/the-emergency-bank-rescue-that-almost-didnt-happen-72-hours-00086868>>

CHAPPATA, Brian - “SVB’s 44-Hour Collapse Was Rooted in Treasury Bets During Pandemic”. EUA: 10 de Março, 2023. *Bloomberg*. [Consult. 12.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-10/svb-spectacularly-fails-after-unthinkable-heresy-becomes-reality?srd=premium-europe#xj4y7vzkg>>.

CINCO DIAS – “El regulador del mercado europeo investiga los CDS tras el terremoto bancario”. Espanha: 30 de Março, 2023a. *Cinco Dias* [Consult. 30.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-30/el-regulador-del-mercado-europeo-investiga-los-cds-tras-el-terremoto-bancario.html>>

--- - “Las autoridades de EE UU negocian una salida de urgencia para First Republic”. Espanha: 28 de Abril, 2023b. *Cinco Dias* [Consult. 28.04.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-04-28/las-autoridades-de-ee-uu-negocian-una-salida-de-urgencia-para-first-republic.html>>

COMFORT, NICHOLAS – “Europe Has a Hot Money Problem Too, Top ECB Official Says”. EUA: 06 de Julho, 2023. *Bloomberg* [Consult. 06.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-07-06/497rilem-has-a-hot-money-problem-too-top-banking-official-says?srd=premium-europe>>

- DUGUID, KATE – “US Treasury’s \$1tn borrowing drive set to put banks under strain”. Reino Unido: 07 de Junho, 2023. *Financial Times* [Consult. 08.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/9bc73cea-e736-42f1-8a8f-6fc85945b641>>
- DUGUID, KATE. CLARFELT, HARRIET. SMITH, COLBY – “Flood of cash into US money market funds could add to banking strain”. Reino Unido: 31 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 31.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/c16a62e3-5a6e-4b09-9bd1-72a7e4c787cb>>
- ECO – “Apoios à banca ainda com impacto de 459 milhões de euros”. Portugal: 26 de Abril, 2023. *Eco* [Consult. 09.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://eco.sapo.pt/2023/04/26/apoios-a-banca-ainda-com-impacto-de-459-milhoes-de-euros/>>
- EXPRESSO – “Americanos transferem poupanças dos pequenos para os grandes bancos”. Portugal: 14 de Março, 2023. *Expresso* [Consult. 14.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://expresso.pt/economia/sistema-financeiro/2023-03-14-Americanos-transferem-poupancas-dos-pequenos-para-os-grandes-bancos-1bd6e864>>
- FOROOHAR, RANA. “Shadow banks could yet cause trouble”. Reino Unido: 03 de Abril, 2023. *Financial Times* [Consult. 03.04.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/c6406773-087e-4fde-81af-28d41dcfe660>>
- FRANKFURTER ALLGEMEINE - “Dax fällt unter 15.000 Punkte”. Alemanha: 13 de Março, 2023a. *Frankfurter Allgemeine* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/dax-faellt-unter-15-000-punkte-18744395.html>>
- – “Aktien von Deutscher Bank und Commerzbank deutlich im Minus”. Alemanha: 20 de Março, 2023b. *Frankfurter Allgemeine* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/credit-suisse-dax-startet-nach-ubs-uebernahme-in-leichtem-minus-18761663.html>>
- FRANKLIN, JOSHUA. GANDEL, STEPHEN – “Big US banks to report largest jump in loan losses since pandemic”. Reino Unido: 10 de Julho, 2023. *Financial Times* [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/9a7e9746-516b-4d37-a966-97259ec8aca6>>
- GANDEL, STEPHEN – “Meredith Whitney returns: ‘There will be many fewer banks’”. Reino Unido: 12 de Junho, 2023. *Financial Times* [Consult. 12.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/2e7e50a2-42f1-44e0-b903-d786d932de5c>>

- GARCÍA, PEPE – “La inflación y la vuelta a la normalidad terminan con el exceso de ahorro generado en la pandemia”. Espanha: 24 de Maio, 2023. *Cinco Dias* [Consult. 24.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/economia/2023-05-24/la-inflacion-y-la-vuelta-a-la-normalidad-terminan-con-el-exceso-de-ahorro-generado-en-la-pandemia.html>>
- GIJS, CAMILLE. MOENS, BARBARA – “EU puts trade weapon on the table. Will it shoot?”. EUA: 30 de Março, 2023. *Político* [Consult. 31.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/eu-put-trade-weapon-table-will-it-shoot-china-economy/>>
- GÓMEZ, VIRGINIA JIMÉNEZ – “Fuerte corrección: la banca arrastra al Ibex que cae más del 3,5%”. Espanha: 13 de Março, 2023. *Cinco Dias* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-13/cronica-bolsa-13-de-marzo-de-2023.html>>
- GORDON, NICHOLAS – “Ken Griffin says SVB depositors should not have been bailed out: ‘It would have been a great lesson in moral hazard’”. EUA: 14 de Março, 2023. *Fortune* [Consult. 14.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://fortune.com/2023/03/14/citadel-ceo-ken-griffin-silicon-valley-bank-moral-hazard/>>
- GUIDA, VICTORIA – “What were the last 15 years for?': How Fed bank regulation failed”. EUA: 17 de Março, 2023. *Político* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/2023/03/17/fed-svb-regulation-michael-barr-00087717>>
- GUIDA, VICTORIA. SUTTON, SAM – ‘There’s going to be more': How Washington is bracing for bank fallout”. EUA: 12 de Março, 2023. *Político* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/2023/03/12/silicon-valley-bank-fallout-washington-00086662>>.
- GUTHRIE, JONATHAN – “How default swaps become instruments of mass deception”. Reino Unido: 03 de Abril, 2023. *Financial Times* [Consult. 03.04.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/c233fd81-c80a-4a26-be7c-8d1c9665ac86>>
- HE, LAURA – “China makes surprise rate cut to boost banking liquidity and the economy”. EUA: 17 de Março, 2023. *CNN* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL:

<https://edition.cnn.com/2023/03/17/economy/china-reserve-requirement-ratio-cut-intl-hnk/index.html>>

HOWELL, MICHAEL – “The return of quantitative easing”. Reino Unido: 28 de Junho, 2023. *Financial Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/6d14cad1-00f2-4d39-969f-c01ae1860d34>>

JENKINS, PATRICK. “The inherent flaws of corporate bond ETFs”. Reino Unido: 27 de Fevereiro, 2023. *Reuters* [Consult. 27.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/8d089edb-1d6d-487a-9a46-4b012a0764b9>>.

JIM, CLARE. “China property shares rise on financial support policy”. Reino Unido: 11 de Julho, 2023. *Reuters* [Consult. 15.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.reuters.com/markets/asia/china-property-shares-rise-financial-support-policy-2023-07-11/>>

KAMINSKA, IZABELLA – “Don’t celebrate a European financial rescue just yet”. EUA: 16 de Março, 2023. *Politico* [Consult. 17.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/credit-suisse-eu-financial-rescue-switzerland-european-central-bank/>>

KAMINSKA, IZABELLA. BRENTON, Hannah – “If boring Switzerland can’t save its banks, who can?”. EUA: 20 de Março, 2023. *Politico* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/switzerland-banking-credit-suisse-collapse-ubs-markets/>>

KOLLEWE, JULIA – “Credit Suisse ‘seriously breached’ obligations on Greensill, says regulator”. Reino Unido: 28 de Fevereiro, 2023. *The Guardian* [Consult. 14.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.theguardian.com/business/2023/feb/28/credit-suisse-greensill-swiss-bank-finma>>.

LARGUESA, ANTÓNIO – “Instabilidade na banca europeia é um risco que devemos levar muito a sério”. Portugal: 09 de Maio, 2023. *Eco*. [Consult. 09.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://eco.sapo.pt/entrevista/instabilidade-na-banca-europeia-e-um-risco-que-devemos-levar-muito-a-serio>>

LEAHY, JOE. MCMILLAN, GREG – “China on brink of consumer deflation”. Reino Unido: 10 de Julho, 2023. *Financial Times* [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/b684bf72-1aaf-46ac-9cc2-ea765395aa03>>.

- LEAHY, JOE, [ET. AL] – “‘Dare to fight’: Xi Jinping unveils China’s new world order”. Reino Unido: 31 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 31.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/0f0b558b-3ca8-4156-82c8-e1825539ee20>>.
- LEITÃO, LUIS – “Fundo de Reserva da Segurança Social “perde” quase tudo o que investiu no Credit Suisse”. Portugal: 20 de Março, 2023. *Eco* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://eco.sapo.pt/2023/03/20/fundo-de-reserva-da-seguranca-social-perde-quase-tudo-o-que-investiu-no-credit-suisse/>>.
- LEWIS, LEO. LANGLEY, WILLIAM. MUIR, MARTHA – “Bank share sell-off spreads to Japan as SVB collapse shakes markets”. Reino Unido: 14 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 14.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/8a26a0fa-59a9-4b7c-a86c-38bfa1bcc047>>.
- LUCE, EDWARD – “China is right about US containment”. Reino Unido: 08 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 08.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/bc6685c1-6f17-4e9e-aaaa-922083c06e70>>.
- LUSA – “Biden promete responsabilizar dirigentes de bancos encerrados”. Portugal: 13 de Março, 2023a. *Público* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.publico.pt/2023/03/13/economia/noticia/biden-promete-responsabilizar-dirigentes-bancos-encerrados-2042159>>.
- - “Comissário defende aumentos salariais para evitar “queda drástica” na procura na EU”. Portugal: 25 de Maio, 2023b. *Jornal de Negócios* [Consult. 25.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jornaldenegocios.pt/economia/europa/uniao-europeia/detalhe/comissario-defende-aumentos-salariais-para-evitar-queda-drastica-na-procura-na-ue>>.
- MAGNUS, GEORGE – “The risks of China’s regulatory shake-up”. Reino Unido: 30 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 30.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/e7964639-67c0-472c-8f50-fb1e82f1ecd0>>.
- MASTERS, BROOKE – “Larry Fink raises specter of ‘slow rolling crisis’ after SVB failure”. Reino Unido: 15 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 15.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/cbabba40-f449-48fc-bab9-609583171406>>.

- MASSOUDI, ARASH, [ET. AL] – “UBS offers to buy Credit Suisse for up to \$1bn”. Reino Unido: 19 de Março, 2023a. *Financial Times* [Consult. 19.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/ec4be743-052a-4381-a923-c2fbd7ea9cfd>>
- - “UBS agrees \$3.25bn rescue deal for rival Credit Suisse”. Reino Unido: 20 de Março, 2023b. *Financial Times* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/9fe40e6a-f01f-4205-b885-7771d305721e>>.
- MENDIETA, MIGUEL MORENO – “¿Quiénes eran los dueños de SVB? Vanguard, BlackRock, State Street... los gigantes de la Bolsa”. Espanha: 14 de Março, 2023a. *Cinco Dias* [Consult. 14.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-14/quienes-eran-los-duenos-de-svb-vanguard-blackrock-state-street-los-gigante-de-la-bolsa.html/>>
- - “BlackRock reinventa su manual de inversión: “Los bancos centrales ya no van a salir al rescate””. Espanha: 11 de Julho, 2023b. *Cinco Dias* [Consult. 12.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/fondos-y-planes/2023-07-11/blackrock-reinventa-su-manual-de-inversion-los-bancos-centrales-ya-no-van-a-salir-al-rescate.html>>
- MICHTA, ANDREW A. – “Europe’s China policy will shape transatlantic relations”. EUA: 21 de Março, 2023. *Politico* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/europe-china-policy-shape-transatlantic-relations-united-states/>>
- MORRIS, STEPHEN. FONTANELLA-KAHN, JAMES. MASSOUDI, ARASH – “How the Swiss ‘trinity’ forced UBS to save Credit Suisse”. Suíça: 21 de Março, 2023. *Swiss Info* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/how-the-swiss--trinity--forced-ubs-to-save-credit-suisse/48378088>.
- NOONAN, LAURA – “Watchdogs must ‘up their game’ to prevent future bank failures, says BIS”. Reino Unido: 01 de Junho, 2023. *Financial Times* [Consult. 01.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/1c849c74-6c31-40f2-86cb-7bca7b2ad552>>.
- NOONAN, LAURA, [ET. AL] – “Switzerland prepares emergency measures to deliver UBS takeover of Credit Suisse”. Suíça: 19 de Março, 2023. *Swiss Info* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/switzerland-prepares-emergency-measures-to-deliver-ubs-takeover-of-credit-suisse/48373074>>.

- O'CONNOR, TOM – “BRICS is evolving from China-Russia dream to a potential U.S. nightmare”. EUA: 06 de Junho, 2023. *Newsweek* [Consult. 07.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.newsweek.com/how-brics-evolving-china-russia-dream-us-defying-reality-1804844>>.
- OLIVER, JOSHUA. CHAFFIN, JOSHUA – “Financial storm bears down on US commercial real estate”. Reino Unido: 25 de Junho, 2023. *Financial Times* [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/658d937f-f804-4656-a9d8-428b9c2c917d> >
- PACKIRY, KESSAVA – “Credit Suisse crisis is the ‘failure of casino-like financial system’”. Suíça: 20 de Março, 2023. *Swiss Info* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/credit-suisse-crisis-is-the--failure-of-casino-like-financial-system-/48379256>>
- PARKER, GEORGE, [ET. AL] – “HSBC buys Silicon Valley Bank’s UK unit for £1 in rescue deal”. Reino Unido: 13 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/216b193d-62b3-4e5e-8f67-e8eb3d96ebf1>>
- PAULA, SUSANA – “Lagarde insiste que BCE está pronto para apoiar liquidez na Zona Euro se necessário”. Portugal: 20 de Março, 2023. *Jornal de Negócios* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/lagarde-insiste-que-bce-esta-pronto-para-apoiar-liquidez-na-zona-euro-se-necessario>>
- PELLICER, LLUÍS – “El BCE se reúne de forma extraordinaria para analizar las turbulencias en los mercados financieros”. Espanha: 17 de Março, 2023. *El País* [Consult. 17.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://elpais.com/economia/2023-03-17/el-bce-se-reune-de-forma-extraordinaria-para-analizar-las-turbulencias-en-los-mercados-financieros.html>>
- PERELLÓ, CARLOS – “El trilemma imposible del regulador bancario”. Espanha: 21 de Março, 2023. *Cinco Dias* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-21/el-trilema-imposible-del-regulador-bancario.html>>
- POLITI, JAMES – “First Republic rallies as Yellen says US prepared to give more support”. Reino Unido: 21 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 16.07.2023]. Disponível

- em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/fcfaea32-7288-49f8-acb0-84c846b157d9>>.
- ROGOFF, KENNETH – “Biden’s South American Blind Spot”. EUA: 01 de Maio, 2023. *Project Syndicate* [Consult. 19.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-ignoring-growing-chinese-influence-in-south-america-by-kenneth-rogoft-2023-05>>.
- REUTERS – “ECB’s Enria says market nervousness is a concern”. Reino Unido: 28 de Março, 2023. *Reuters* [Consult. 28.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.reuters.com/business/finance/ecbs-enria-says-deutsche-banks-selloff-is-concern-2023-03-28/>>
- ROUBINI, NOURIEL – “Sleepwalking on Megathreat Mountain”. EUA: 18 de Janeiro, 2023a. *Project Syndicate* [Consult. 18.01.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/megathreats-and-polycrisis-descend-on-davos-by-nouriel-roubini-2023-01>>.
- - “Anatomy of a Financial Meltdown”. EUA: 13 de Março, 2023b. *Project Syndicate* [Consult. 23.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/magazine/anatomy-of-a-financial-meltdown-by-nouriel-roubini-2023-03>>.
- – “No Respite from the Slow-Motion US-China Collision”. EUA: 03 de Maio, 2023c. *Project Syndicate* [Consult. 04.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/united-states-and-china-headed-for-slow-motion-collision-by-nouriel-roubini-2023-05>>.
- RUEHL, MERCEDES. LEWIS, LEO. WIGGINS, KAYE – “Asia investors ‘gobsmacked’ by \$17bn Credit Suisse bond wipeout”. Reino Unido: 21 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 21.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/1c4a8ae7-6088-4fca-b98e-cb0cecc15b9f>>
- RUIZ, ALFONSO SIMÓN – “El parón inmobiliario eleva el secretismo en la venta de grandes inmuebles”. Espanha: 20 de Março, 2023. *Cinco Dias* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/companias/2023-03-20/los-vendedores-de-grandes-inmuebles-buscan-la-confidencialidad-ante-las-dudas-sobre-el-exito-de-las-operaciones.html>>
- SALCES, LAURA – “El caso Credit Suisse enciende las alarmas entre los inversores de deuda de alto riesgo”. Espanha: 20 de Março, 2023. *Cinco Dias* [Consult. 20.03.2023].

- Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-20/el-caso-credit-suisse-enciende-las-alarmas-entre-los-inversores-de-deuda-de-alto-riesgo.html>>
- SALOBRAL, NURIA – “La expectativa de alzas de tipos se frena en seco con la caída de SVB”. Espanha: 13 de Março, 2023a. *Cinco Dias* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-13/la-expectativa-de-alzas-de-tipos-se-frena-en-seco-con-la-caida-de-svb.html>>
- - “Las turbulencias bancarias en EE UU disparan las alarmas en el mundo”. Espanha: 14 de Março, 2023b. *Cinco Dias* [Consult. 14.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-14/el-terremoto-bancario-en-ee-uu-dispara-las-alarmas-en-el-mundo.html>>
- - “La convulsión bancaria aboca a un crédito más escaso y caro”. Espanha: 15 de Março, 2023c. *Cinco Dias* [Consult. 15.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-03-15/menos-credito-y-mas-carro-primer-efecto-de-la-desconfianza-bancaria.html>>
- - “La banca europea restringe el crédito a la mayor velocidad desde la crisis del euro de 2011”. Espanha: 02 de Maio, 2023d. *Cinco Dias* [Consult. 02.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-05-02/la-banca-europea-restringe-el-credito-a-la-mayor-velocidad-desde-la-crisis-del-euro-de-2011.html>>
- SHARMA, RUCHIR – “The markets are alive with the sound of echo bubbles”. Reino Unido: 27 de Fevereiro, 2023. *Financial Times* [Consult. 27.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/0c35d878-56c4-4fc2-bb66-979f1247c7ec>>
- SHIDONG, ZHANG – “Goldman: China’s new financial watchdog to prevent ‘regulatory arbitrage’ by giant firms like Citic, Ant Group”. Hong Kong: 08 de Março, 2023. *South China Morning Post* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3212817/goldman-chinas-new-financial-watchdog-prevent-regulatory-arbitrage-giant-firms-citic-ant-group>>
- SILVA, FÁBIO CARVALHO DA SILVA – “Barclays prevê nova vaga de corrida aos depósitos”. Portugal: 20 de Março, 2023a. *Jornal de Negócios* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/credito/detalhe/barclays-preve-nova-vaga-de-corrida-aos-depositos>>

- - “Credit Suisse afunda 60%. Ações já valem menos que preço que UBS vai pagar”. Portugal: 20 de Março, 2023b. *Jornal de Negócios* [Consult. 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/credit-suisse-afunda-60-e-acoes-ja-valem-menos-que-preco-pago-pelo-ubs>>
- - “UBS e Credit Suisse já preocupavam as autoridades suíças em 2019”. Portugal: 28 de Março, 2023c. *Jornal de Negócios* [Consult. 28.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/ubs-e-credit-suisse-ja-preocupavam-as-autoridades-suicas-em-2019>>
- - “Bitcoin atinge máximos de junho com mercado de olhos postos em Zurique”. Portugal: 29 de Março, 2023d. *Jornal de Negócios* [Consult. 30.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/criptoativos/detalhe/bitcoin-atinge-maximos-de-junho-com-mercado-de-olhos-postos-em-zurique>>
- SMITH-MEYER, BJARKE – “Crypto party reignites as banks hit hard times”. EUA: 27 de Março, 2023. *Politico* [Consult. 03.04.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.eu/article/crypto-central-banks-finance-crisis-hard-times/>>
- SMITH, COLBY. PALMA, STEFANIA – “Regulators face questions over missed warning signs at Silicon Valley Bank”. Reino Unido: 13 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/9321c35b-183b-4df2-8fb1-d50fdb73e849>>
- STEER, GEORGE – “Investors slash Fed rate rise bets on fallout from Silicon Valley Bank collapse”. Reino Unido: 13 de Março, 2023. *Financial Times* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/5e444ba2-0afc-49e8-bfec-5fc17ef7ee39>>
- STEER, GEORGE. CROFT, JANE – “Banks rush to lock in cheap funding with record sales of ultra-safe debt”. Reino Unido: 10 de Julho, 2023. *Financial Times* [Consult. 10.07.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/246964d5-1209-4bf2-8406-471f217ee4aa>>
- SUTTON, SAM – “Biden’s debt deal paved the way for the next financial mess”. EUA: 13 de Junho, 2023. *Politico* [Consult. 15.06.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/2023/06/13/biden-debt-ceiling-credit-downgrade-00101277>>
- SWENEY, MARK. WEARDEN, GRAEME – “Global bank shares tumble after emergency rescue of Credit Suisse”. Reino Unido: 20 de Março, 2023. *The Guardian* [Consult.

- 20.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.theguardian.com/business/2023/mar/20/bank-shares-tumble-credit-suisse-emergency-rescue-ubs>>
- SWISS INFO – “Credit Suisse to borrow up to CHF50 billion from Swiss National Bank”. Suíça: 16 de Março, 2023a. *Swiss Info* [Consult. 16.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/swiss-central-bank-ready-to-backstop-credit-suisse-with-funds/48364116>>
- - “HSBC Slumps in Hong Kong as AT1 Debt Selloff Weighs on Banks”. Suíça: 20 de Março, 2023b. *Swiss Info* [Consult. 16.07.2023] Disponível em WWW: <https://www.swissinfo.ch/eng/bloomberg/hsbc-slumps-in-hong-kong-as-at1-debt-selloff-weighs-on-banks/48374284>
- - “Lawyers circle around rushed Credit Suisse takeover”. Suíça: 21 de Março, 2023c. *Swiss Info* [Consult. 21.03.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/lawyers-circle-around-rushed-credit-suisse-takeover/48378402>>
- TANG, FRANK – “China’s ‘two sessions’ 2023: Beijing responds to US tech curbs, financial risks with sweeping regulatory shake-up”. Hong Kong: 07 de Março, 2023. *South China Morning Post* [Consult. 08.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3212683/chinas-two-sessions-2023-beijing-announces-super-regulatory-body-tackle-long-standing-financial-risk>>
- TETT, GILLIAN – “Prepare for a multipolar currency world”. Reino Unido: 30 de Março, 2023a. *Financial Times* [Consult. 31.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www-ft-com.ezp.lib.cam.ac.uk/content/f8f3b2cd-6690-4f26-b81e-e972751c8799>>
- - “The deflating credit bubble could hurt more than just the banks”. Reino Unido: 11 de Maio, 2023b. *Financial Times* [Consult. 12.05.2023]. Disponível em WWW: <https://www.ft.com/content/1aa41d97-f8a7-46d5-be71-6ec0a0cc208f>
- THOMAS, DANIEL. ASGARI, NIKOU – “Chinese companies choose Switzerland over US and UK to raise money overseas”. Suíça: 07 de Março, 2023. *Swiss Info* [Consult. 02.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.swissinfo.ch/eng/business/chinese-companies-choose-switzerland-over-us-and-uk-to-raise-money-overseas/48338216>>
- TREECK, JOHANNA – “Central bank losses risk opening old eurozone fault lines”. EUA: 23 de Fevereiro, 2023. *Politico*. [Consult. 02.03.2023]. Disponível em WWW: <URL:

<https://www.politico.eu/article/central-bank-losses-risk-opening-old-eurozone-faultlines/>>

VAROUFAKIS, YANIS – “Will China Dump Its Dark Deal with America?”. EUA: 13 de Fevereiro, 2023. *Project Syndicate* [Consult. 27.02.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-could-sever-economic-link-with-us-trade-deficit-by-yanis-varoufakis-2023-02>>

WALKER, OWEN. MARTIN, KATIE. SMITH, ROBERT. “Holders of \$17bn of Credit Suisse bonds wiped out under UBS takeover”. Reino Unido: 20 de Março, 2023. *Financial Times*. [Consult. 20.03.2023] Disponível em WWW: <<https://www.ft.com/content/d1ae9a54-c4a7-4742-8b2d-afff549f4f95>>

WARMBRODT, ZACHARY – “Banks fought to fend off tougher regulation. Then the meltdown came”. EUA: 13 de Março, 2023. *Político* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/2023/03/12/banks-regulations-feds-svb-meltdown-00086694>>

WARMBRODT, ZACHARY. GUIDA, VICTORIA. SUTTON, SAM – “Treasury, regulators unveil bank rescue plan to stem crisis”. EUA: 12 de Março, 2023. *Político* [Consult. 13.03.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/2023/03/12/fdic-holds-auction-for-svb-amid-growing-uncertainty-00086696>>

WHITE, BEN – “Why JPMorgan’s deal for a failing bank has Elizabeth Warren upset”. EUA: 01 de Maio, 2023. *Político* [Consult. 02.05.2023]. Disponível em WWW: <URL: <https://www.politico.com/news/2023/05/01/jpmorgans-dimon-sparks-new-clash-over-too-big-to-fail-banks-00094735>>.

WIGGLESWORTH, ROBIN – “The NYC CRE bloodbath”. Reino Unido: 30 de Maio, 2023. *Financial Times*. [Consult. 05.06.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/94ecacff-218d-4f1c-b2bc-a9569eceedfe>>

WOLF, MARTIN – “Banks are designed to fail – and they do”. Reino Unido: 14 de Março, 2023a. *Financial Times*. [Consult. 15.03.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/09bfb8d-22f5-4c70-9d85-2df7ed5c516e>>

--- - “Four ways to fix the bank problem”. Reino Unido: 21 de Março, 2023b. *Financial Times*. [Consult. 21.03.2023] Disponível em WWW: <URL: <https://www.ft.com/content/70ce4b8a-1310-4e3c-a891-3c34cd313841>>

--- - "Inflation's return changes the world". Reino Unido: 04 de Julho, 2023c. *Financial Times*.
[Consult. 05.07.2023] Disponível em WWW: <URL:
<https://www.ft.com/content/4c4133be-531f-49eb-90ab-fb9293727326>>

Video:

NEW ECONOMIC THINKING. (17.07.2023). *Money & Banking 1: The Four Prices of Money*. Youtube. Disponível em WWW: <URL:
https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZbmfO7rtVLBGJ4Eu_iFBtSU>

--- - (17.07.2023). *Money & Banking 2: The Natural Hierarchy of Money*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZbVJfl0Se-1eQncA_2ZB4bs>

--- - (17.07.2023). *Money & Banking 3: Money and the State [Domestic]*. Youtube. Disponível em WWW: <URL:
<https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZZyyAkEniNUMTTnIj6qiKW>>

--- - (17.07.2023). *Money & Banking 4: The Money View, Macro and Micro*. Youtube. Disponível em WWW: <URL:
<https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZYfVv95KDQWd8-7UrJCJ9Pm>>

--- - (17.07.2023). *Money & Banking 5: The Central Bank as a Clearinghouse*. Youtube. Disponível em WWW: <URL:
<https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZZh6zLsntFVt3UIgQ3VqvVv>>

--- - (17.07.2023). *Money & Banking 6: Federal Funds, Final Settlement*. Youtube. Disponível em WWW: <URL:
<https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZapRsqaacn0gLLO-5zQkcwU>>

--- - (17.07.2023). *Money & Banking 7: Repos, Postponing Settlement*. Youtube. Disponível em WWW: <URL:
<https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZZJrTj6tyB41ollE3V9ICDZ>>

- - (17.07.2023). *Money & Banking 8: Eurodollars, Parallel Settlement*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZZ0iHoJmCN30Qm0PgYiD4c9>>
- - (17.07.2023). *Money & Banking 9: The World that Bagehot Knew*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZYdsq2xV-XMH_BktZzORjM2>
- - (17.07.2023). *Money & Banking 10: Dealers and Liquid Security Markets*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZa6t0f1aooC1QzPJmupu1Lg>>
- - (17.07.2023). *Money & Banking 11: Banks and the Market for Liquidity*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZYlJeLypSZ5px_JnVHgFmOq>
- - (17.07.2023). *Money & Banking 12: Lender/Dealer of Last Resort*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZaBnW0RhzOOk6FO91MdsSEc>>
- - (17.07.2023). *Money & Banking 13: Chartalism, Metallism and Key Currencies*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZa7lHhyQgkwSlhFy9VRF3my>>
- - (17.07.2023). *Money & Banking 14: Money and the State: International*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZZT848wo0fKzpjMm0FcOTv2>>
- - (17.07.2023). *Money & Banking 15: Banks and Global Liquidity*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZZfzK2aL4YHCgJDHIvicnkZ>>

- - (17.07.2023). *Money & Banking 16: Foreign Exchange*. Youtube. Disponível em WWW:
<URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZaxgF-8EmoGUox54zLH6PC6> >
- - (17.07.2023). *Money & Banking 17: Direct and Indirect Finance*. Youtube. Disponível em
WWW: <URL: https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZYoo6ou5q3LQBC34hqw1A_G >
- - (17.07.2023). *Money & Banking 18: Forwards and Futures*. Youtube. Disponível em
WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZZk--VcZIQCbki7JiVt4-hF> >
- - (17.07.2023). *Money & Banking 19: Interest Rate Swaps*. Youtube. Disponível em WWW:
<URL: https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZb_WqDkpWLvzOmROPXf8bzL >
- - (17.07.2023). *Money & Banking 20: Credit Derivatives*. Youtube. Disponível em WWW:
<URL: https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZYv1g1Yp_AE5gFqJ7Ny80Hc >
- - (17.07.2023). *Money & Banking 21: Shadow Banking, Central Banking, and Global Finance*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZYl_kIW7KgBDCBNoUraW8zU >
- - (17.07.2023). *Money & Banking 22: Touching the Elephant: Three Views, Central Banking, and Global Finance*. Youtube. Disponível em WWW: <URL: <https://www.youtube.com/playlist?list=PLmtuEaMvhDZYAHtKBvx7dL-eL8apCOGD> >

FACULDADE DE **DIREITO**

