



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JEAN DOS SANTOS

CRISE BANCÁRIA DE 1998 NO BRASIL E FINANCEIRA DE 2008 NOS EUA: UMA
ANÁLISE COMPARATIVA DOS PROGRAMAS PROER, PROES E DOS PROGRAMAS
DE RESGATE BANCÁRIO NOS EUA

Florianópolis
2025

JEAN DOS SANTOS

CRISE BANCÁRIA DE 1998 NO BRASIL E FINANCEIRA DE 2008 NOS EUA: UMA
ANÁLISE COMPARATIVA DOS PROGRAMAS PROER, PROES E DOS PROGRAMAS
DE RESGATE BANCÁRIO NOS EUA

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas do Centro Socioeconômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel(a) em Ciências Econômicas.

Orientador(a): Prof.(a) Dr.(a) Daniel de Santana Vasconcelos

Florianópolis

2025

Ficha Catalográfica

Santos, Jean dos

Crise Bancária de 1998 no Brasil e Financeira de 2008 nos EUA: uma análise comparativa dos programas PROER, PROES e dos programas de resgate bancário nos Estados Unidos / Jean dos Santos; orientador, Daniel de Santana Vasconcelos, 2025.

73 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Graduação em Ciências Econômicas, Florianópolis, 2025.

Inclui referências.

1. Ciências Econômicas. 2. crise bancária; resgate financeiro; regulação macroprudencial.. I. Vasconcelos, Daniel de Santana. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

Jean dos Santos

Crise Bancária de 1998 no Brasil e Financeira de 2008 nos EUA: uma análise comparativa
dos programas PROER, PROES e dos programas de resgate bancário nos Estados Unidos

Florianópolis, 01 de julho de 2025.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca examinadora
composta pelos seguintes membros:

Prof.(a) Daniel de Santana Vasconcelos, Dr.(a)
Instituição [Universidade Federal de Santa Catarina]

Prof.(a) Sílvio Antonio Ferraz Cário, Dr.(a)
Instituição [Universidade Federal de Santa Catarina]

Prof.(a) Wagner Leal Arienti, Dr.(a)
Instituição [Universidade Federal de Santa Catarina]

Certifico que esta é a **versão original e final** do Trabalho de Conclusão de Curso que foi
julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Economia por mim e pelos demais
membros da banca examinadora.

Prof.(a) [Daniel de Santana Vasconcelos], Dr.(a)
Orientador(a)

Florianópolis, 2025.

Dedico este trabalho à minha família, em especial à minha mãe, Romilda Pilla dos Santos, que, apesar de todas as dificuldades, nunca desistiu de mim, e principalmente a todos que acreditaram em mim mesmo nos momentos mais difíceis.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus por ter me concedido saúde, força e perseverança ao longo da minha trajetória acadêmica. Aos meus familiares, e a minha namorada Gabriela de Avila Nunes pelo apoio incondicional, sempre presente, incentivando a não desistir, e pela compreensão durante os momentos de pesquisa e dedicação ao presente trabalho.

Ao meu orientador, Daniel de Santana Vasconcelos, sempre disposto à auxiliar no presente trabalho, pelas valiosas contribuições, pela paciência e acompanhamento constante ao longo de todo o processo de construção desta pesquisa.

Agradeço também aos professores e colegas do curso de Ciências Econômicas, cujos ensinamentos, trocas e convivência foram fundamentais para minha formação acadêmica

Por fim, estendo minha gratidão aos Professores Sílvio Antonio Ferraz Cário, e Wagner Leal Arienti pela disponibilidade em compor a banca avaliadora e pelas importantes considerações feitas a este trabalho.

"O sistema transita de trajetórias que parecem expansões tranquilas para ciclos aparentemente bem comportados e para trajetórias temporais cuja melhor descrição é caótica. Ademais, um tipo de comportamento aparecerá e desaparecerá, i.e., ordem e tranquilidade darão lugar a caos ou turbulência apenas para serem sucedidos novamente por um período em que a ordem "reaparece". (Minsky, 1982b, pág. 378).

RESUMO

Este trabalho realiza uma análise comparativa das crises bancária de 1998 no Brasil e financeira de 2008 nos Estados Unidos, centrando-se nos programas de resgate PROER, PROES e os veículos *Maiden Lane*. A pesquisa busca compreender como as intervenções governamentais nessas duas economias influenciaram a estabilidade do sistema financeiro, considerando aspectos de risco moral e vulnerabilidades sistêmicas. Utiliza uma abordagem metodológica mista, combinando análise bibliográfica, documental e estudo comparativo, para avaliar a eficácia dessas ações na contenção das crises e seus efeitos de longo prazo na regulação macroprudencial. A investigação fundamenta-se na hipótese da fragilidade financeira de Minsky e na teoria de que a estabilidade prolongada pode estimular comportamentos de maior risco, o que evidencia a importância de uma regulação prudencial eficiente. Os resultados indicam que os programas brasileiros foram essenciais para a estabilização do sistema bancário, mas também contribuíram para maior concentração e desafios na inclusão financeira. Nos Estados Unidos, os veículos *Maiden Lane* mostraram-se eficazes ao absorver ativos tóxicos, preservando a estabilidade sem recorrer ao uso de recursos públicos diretos. A pesquisa conclui que intervenções bem estruturadas podem prevenir crises e reduzir os efeitos do risco moral, embora a efetividade dessas ações dependa de uma regulação macroprudencial robusta. Destaca-se ainda a importância de uma resposta institucional ágil e de políticas adaptativas para gerir riscos sistêmicos e garantir o funcionamento ordenado do mercado financeiro.

Palavras-chave: crise bancária; resgate financeiro; regulação macroprudencial.

ABSTRACT

This paper conducts a comparative analysis of the 1998 banking crisis in Brazil and the 2008 financial crisis in the United States, focusing on the PROER and PROES bailout programs and the Maiden Lane vehicles. The research seeks to understand how government interventions in these two economies influenced the stability of the financial system, considering aspects of moral hazard and systemic vulnerabilities. It uses a mixed methodological approach, combining bibliographic and documentary analysis and comparative study, to assess the effectiveness of these actions in containing the crises and their long-term effects on macroprudential regulation. The investigation is based on Minsky's financial fragility hypothesis and the theory that prolonged stability can encourage riskier behavior, which highlights the importance of efficient prudential regulation. The results indicate that Brazilian programs were essential for stabilizing the banking system, but also contributed to greater concentration and challenges in financial inclusion. In the United States, Maiden Lane vehicles proved effective in absorbing toxic assets, preserving stability without resorting to the use of direct public funds. The research concludes that well-structured interventions can prevent crises and reduce the effects of moral hazard, although the effectiveness of these actions depends on robust macroprudential regulation. It also highlights the importance of an agile institutional response and adaptive policies to manage systemic risks and ensure the orderly functioning of the financial market.

Keywords: banking crisis; financial bailout; macroprudential regulation.

LISTA DE FÍGURAS

Fígura 1: Índice Real das Operações de Crédito (1991–1995)	36
Figura 2: Fluxograma da operação PROER	44

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Brasil: Receita inflacionária dos bancos	33
Tabela 2 - Patrimônio Líquido como % do Passivo Total de grandes bancos privados brasileiros – 1991/95	35
Tabela 3 - Indicadores de balanço dos bancos Nacional, Bamerindus e Econômico	38
Tabela 4 - PROER - Valor das Operações	42
Tabela 5 - Fusões e aquisições no âmbito do PROER	42
Tabela 6 - <i>Composition of Assets at Inception</i> (March 14, 2008)	55
Tabela 7 - <i>Statements of Financial Condition da Maiden Lane II LLC (2012 e 2011)</i>	57
Tabela 8 - <i>Statements of Financial Condition da Maiden Lane III LLC (2011-2012)</i>	60
Tabela 9 - Financial Overview of the Facilities	62

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AIG	American International Group
ABS	Asset-Backed Securities
BACEN	Banco Central do Brasil
BIS	Bank for International Settlements
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swaps
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPI	Comissão Parlamentar de Inquérito
FED	Federal Reserve
FMI	Fundo Monetário Internacional
HFF	Hipótese da Fragilidade Financeira
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IMF	International Monetary Fund
MBS	Mortgage-Backed Securities
PIB	Produto Interno Bruto
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES	Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual no Sistema Financeiro
RMBSs	Residential Mortgage-Backed Securities
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SIVs	Structured Investment Vehicles
SPVs	Special Purpose Vehicles
UFSC	Universidade Federal de Santa Catarina

SUMÁRIO

Capítulo 1 - Introdução	15
1.2 Problema de Pesquisa	17
1.2.1 OBJETIVOS	17
1.2.2 Objetivo Geral	18
1.2.3 Objetivos Específicos	18
1.3 Justificativa	18
1.4 Metodologia	20
Capítulo 2 - Fundamentos Teóricos: Fragilidade Financeira, Regulação e Resgate Bancário	21
2.1 Ciclos Financeiros, Alavancagem e Instabilidade: A hipótese da fragilidade financeira segundo Minsky	21
2.2 O Modelo de Corridas Bancárias de Diamond e Dybvig	24
2.3 A Regra de Bagehot: fundamentos e aplicação	25
2.3.1 Princípios da Regra de Bagehot	26
2.4 Banco Central e sua atuação na estabilidade Financeira	28
2.4.1 Operações de Redesconto do Banco Central do Brasil	29
2.4.2 Propósito da Punição no Inadimplemento	31
2.5 A Crise Bancária no Início do Plano Real: Nacional, Econômico e Bamerindus	32
Capítulo 3 - A Crise Bancária dos anos 1990 e os Programas PROER/PROES	40
3.1 Regulação Macroprudencial: fundamentos, objetivos e abordagem sistêmica	40
3.2 Os Programas de Resgate: PROER e PROES	41
3.3 O Programa PROER no Brasil: estrutura e ações	46
3.4 O PROES e a Redução do Setor Bancário estadual	48
3.4.1 Origens da Crise dos Bancos Estaduais e Impactos	49
Capítulo 4 - A Crise Financeira de 2008 nos EUA, e os veículos Maiden Lane	51
4.1 A Crise Financeira de 2007	51
4.2 Os Programas Maiden Lane: intervenção e reestruturação durante a crise de 2007/08	52
4.2.1 Maiden Lane I: O resgate da <i>Bear Stearns</i> e os primeiros sinais de colapso	54
4.2.2 Maiden Lane II: Suporte aos Ativos de Agências da AIG	56
4.2.3 Maiden Lane III: O Resgate dos Derivativos da AIG e os Credit Default Swaps	59
4.3 Fundamentos Teóricos e Arquitetura das Políticas Macroprudenciais : Bagehot, Minsky, Keynes e a Regulação Macroprudencial	62

Capítulo 5 – Considerações Finais	66
Referências Bibliográficas	70

Capítulo 1 - Introdução

A Hipótese da Fragilidade Financeira, desenvolvida por Hyman Minsky (1986), argumenta que períodos de estabilidade incentivam comportamentos cada vez mais arriscados entre os agentes econômicos, eventualmente culminando em crises financeiras. O fenômeno ocorre porque, em momentos de crescimento econômico e baixa volatilidade, instituições financeiras aumentam sua alavancagem e reduzem suas preocupações com risco e margens de segurança, tornando o sistema progressivamente mais vulnerável a choques externos. Este ciclo de euforia seguido por colapsos inesperados tem sido uma característica recorrente das crises financeiras modernas e está no cerne deste estudo.

Kindleberger (1978) reforça essa dinâmica ao descrever como os mercados financeiros operam em ondas de expansão e contração, alimentadas pelo excesso de crédito e especulação. Em um cenário inicial de otimismo, ocorre uma rápida valorização de ativos, incentivando o crédito descontrolado e o endividamento excessivo. Eventualmente, a reversão desse ciclo resulta no estouro de bolhas especulativas, gerando crises financeiras e exigindo respostas rápidas dos governos para evitar colapsos sistêmicos.

Duas crises ilustram essa dinâmica de instabilidade financeira e o papel das intervenções governamentais na tentativa de estabilização dos mercados: A crise bancária de 1998 no Brasil e a Crise Financeira de 2008 nos Estados Unidos. Ambas expuseram vulnerabilidades estruturais dos sistemas financeiros de seus respectivos países e demandaram a implementação de programas de resgate bancário. No Brasil, a origem da crise bancária da segunda metade dos anos 1990 se deve às mudanças na economia brasileira, trazidas pelo fim do processo inflacionário crônico das décadas anteriores. Nesse contexto, as dificuldades financeiras dos bancos foram intensificadas pela implementação do Plano Real, que eliminou o *floating inflacionário*¹ – um mecanismo no qual os bancos lucravam com a inflação alta ao adiar pagamentos e remunerar depósitos com ganhos inflacionários. Com o fim desse modelo, muitas instituições financeiras enfrentaram dificuldades de adaptação, levando o governo brasileiro a criar o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), instituído em 1995 pela Resolução 2208 do Conselho Monetário Nacional

¹ O termo "floating inflacionário" refere-se à prática, comum no Brasil pré-Plano Real, pela qual instituições financeiras obtinham ganhos ao reter temporariamente recursos captados, aplicando-os em ativos indexados à inflação. Em um ambiente de inflação elevada, até curtos períodos entre a captação e o pagamento geravam lucros substanciais, transformando a defasagem temporal em uma importante fonte de rentabilidade bancária (VIDOTTO, 2000).

(CMN) e regulamentado pela Lei 9710/1998. O Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária (PROES), instituído pela Medida Provisória 1514 de 1996, complementou o PROER ao fomentar a privatização e reestruturação dos bancos estaduais. Sendo assim, os programas tiveram como objetivo estabilizar o sistema bancário brasileiro e evitar um colapso generalizado do sistema de pagamentos e corridas bancárias do país.

Nos Estados Unidos, a crise financeira de 2008 teve como estopim o colapso do mercado imobiliário *subprime*, levando diversas instituições financeiras à insolvência e desencadeando a necessidade de intervenção por parte do *Federal Reserve (Fed)*. Dentre as medidas adotadas, cabe destaque a criação dos veículos de propósito específico (*Special Purpose Vehicles – SPVs*), como os programas *Maiden Lane I, II e III*, os quais foram utilizados para isolar os ativos provendo liquidez a instituições consideradas importantes, como o *Bear Stearns* e a *AIG (American International Group)*.

A existência de programas de resgate e reestruturação como o PROER, o PROES, e os veículos *Maiden Lane* levanta um questionamento central para este estudo: até que ponto essas intervenções contribuem para a estabilidade financeira sem gerar incentivos indesejáveis ao risco moral? O conceito de moral *hazard* (risco moral) sugere que a perspectiva de resgates governamentais pode encorajar instituições financeiras a assumirem riscos excessivos, confiantes de que futuras crises serão mitigadas pelo Estado, e esse dilema entre estabilização e incentivos de longo prazo será explorado mais a frente nesta pesquisa.

Diante disso, esta monografia propõe uma análise comparativa dos programas PROER, PROES e *Maiden lane*, com o objetivo de examinar suas características, impactos e desdobramentos sobre os sistemas bancários do Brasil e dos Estados Unidos. Complementarmente, o estudo abordará as convergências entre os veículos *Maiden Lane* e os programas brasileiros, refletindo sobre o papel das intervenções estatais na preservação da estabilidade financeira e suas implicações para a regulação macroprudencial. O trabalho será organizado da seguinte maneira: O Capítulo 1 apresenta a introdução ao tema, justificando sua relevância e delimitando os objetivos, justificativa e a metodologia da pesquisa. O Capítulo 2 destaca os fundamentos teóricos da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky, da Regra de Bagehot e do modelo de corridas bancárias de Diamond e Dybvig, discutindo o papel do Banco Central como *emprestador de última instância*, bem como as quebras dos Bancos Nacional, Econômico e Bamerindus na década de 1990, destacando a lógica de intervenção pública em períodos de instabilidade bancária. O Capítulo 3 será dado continuidade às principais medidas de intervenção adotadas no Brasil nos anos 1990, com ênfase nos programas PROER e PROES, à luz da regulação macroprudencial, analisando seus objetivos, mecanismos e efeitos sobre o

sistema financeiro nacional. O Capítulo 4 abordará a crise financeira de 2008 nos Estados Unidos, suas causas estruturais e a atuação do *Fed* por meio de instrumentos emergenciais, com destaque para os veículos financeiros *Maiden Lane*, sendo discutido como essas medidas se articulam aos princípios da regulação macroprudencial e ao papel do banco central na mitigação de crises sistêmicas. Por fim, o Capítulo 5 apresenta os principais achados da pesquisa e reflexões finais sobre a eficácia das intervenções governamentais na contenção de crises financeiras, evidenciando seus limites, contribuições e implicações para o aprimoramento da estabilidade sistêmica.

A regulação macroprudencial é o conjunto de políticas e instrumentos destinados a limitar o risco sistêmico no sistema financeiro como um todo. Na regulação macroprudencial, a identificação e monitoramento dos riscos sistêmicos envolvem o uso de medidas quantitativas e qualitativas, como indicadores variados, modelos e avaliações supervisionais, além de inteligência de mercado. O objetivo é a detecção de sinais precoces de vulnerabilidades no sistema financeiro, permitindo ações oportunas para mitigar esses riscos antes que se materializem em crises. Apesar dos avanços, ainda existem lacunas no desenvolvimento de quadros analíticos confiáveis e na capacidade preditiva dessas ferramentas, sendo importante melhorar esses aspectos para uma avaliação mais eficaz do risco sistêmico (FMI, 2011).

O estudo buscará evidenciar que, embora as intervenções tenham sido cruciais para evitar colapsos financeiros imediatos, seus efeitos de longo prazo podem ter contribuído para a fragilização estrutural dos mercados, em linha com a Hipótese da Fragilidade Financeira proposta por Minsky.

1.2 Problema de Pesquisa

No presente trabalho se deseja investigar em que medida os programas de resgate bancário no Brasil (PROER e PROES) e os veículos *Maiden Lane*, nos Estados Unidos, atuaram como instrumentos de regulação macroprudencial para mitigar crises bancárias, influenciando a estabilidade financeira e os incentivos ao risco moral.

1.2.1 Objetivos

1.2.2 Objetivo Geral

Analisar comparativamente os programas PROER, PROES no Brasil, e os veículos *Maiden Lane*, nos Estados Unidos, avaliando sua eficácia na mitigação das crises bancárias de 1998 no Brasil e financeira de 2008 nos Estados Unidos, com foco no papel da regulação estatal como propulsora da estabilidade financeira e da prevenção de crises sistêmicas.

1.2.3 Objetivos Específicos:

1. Contextualizar as crises bancária de 1998 no Brasil e financeira de 2008 nos Estados Unidos, analisando os fatores estruturais dos sistemas bancário e econômico que contribuíram para sua eclosão.
2. Analisar os programas PROER e PROES, bem como os veículos *Maiden Lane* criados pelo *Federal Reserve*, identificando seus mecanismos de intervenção e avaliando sua eficácia na contenção das respectivas crises.
3. Comparar os impactos de longo prazo das intervenções governamentais nos sistemas bancários do Brasil e dos Estados Unidos, destacando efeitos econômicos, estruturais e seu papel na recuperação econômica, bem como o risco moral (*moral hazard*) associado às intervenções governamentais;
4. Avaliar como a regulação financeira evoluiu após as crises de 1998 e 2008, analisando seus efeitos sobre a governança bancária e a resiliência do sistema financeiro.

1.3 Justificativa:

A análise comparativa das crises bancárias de 1998 no Brasil e financeira de 2008 nos Estados Unidos é fundamental para compreender como diferentes intervenções governamentais influenciam a recuperação econômica e o risco moral. De acordo com Carvalho e Oliveira, (2002), a crise brasileira expôs principalmente fragilidades no modelo de financiamento bancário baseado na inflação e na falta de regulação prudencial adequada, enquanto a crise americana evidenciou os riscos da alavancagem excessiva, da securitização de ativos de alto risco e da fragilidade dos mecanismos de supervisão (Reinhart e Rogoff, 2009). Em ambos os

casos, respostas rápidas foram necessárias para evitar um colapso sistêmico, embora as estratégias de resgate adotadas no Brasil e Estados Unidos tenham diferido significativamente em foco, abrangência e resultados.

No Brasil, os programas PROER e PROES desempenharam um papel essencial na estabilização do sistema bancário após a implementação do Plano Real, que eliminou o floating inflacionário e manifestou fragilidades preexistentes em diversas instituições financeiras. Bancos como o Econômico, Nacional e Bamerindus enfrentaram dificuldades, não apenas pelo novo contexto econômico, mas também por problemas estruturais relacionados a fragilidades na gestão de risco, insuficiência de capital, práticas de expansão agressiva e deterioração dos indicadores de solvência, como apontam Carvalho e Oliveira (2002). A necessidade de uma intervenção estatal robusta refletiu a preocupação do governo em evitar um colapso bancário generalizado.

Nos Estados Unidos, a crise financeira de 2008 teve origem no colapso do mercado hipotecário *subprime*, levando o *Fed* a adotar uma série de medidas emergenciais para conter a propagação do colapso no sistema financeiro. Entre essas medidas, destacaram-se os veículos *Maiden Lane*, criados como estruturas especiais para adquirir ativos de qualidade duvidosa e baixa liquidez de instituições em risco de insolvência, como o *Bear Stearns* e a *AIG*, com o objetivo de preservar a liquidez e conter os efeitos sistêmicos da crise. Conforme destacam Reinhart e Rogoff (2009), essa crise foi agravada por um longo período de taxas de juros reduzidas e uma expansão excessiva do crédito, fatores que incentivaram a formação de uma bolha especulativa no setor imobiliário. Assim como no Brasil, as medidas de resgate levantaram preocupações sobre risco moral, uma vez que as instituições beneficiadas poderiam interpretar tais intervenções como uma motivação para manter práticas financeiras arriscadas, confiando que futuras adversidades seriam mais uma vez controladas pelo governo.

A comparação entre os programas PROER e PROES no Brasil e os veículos *Maiden Lane* nos Estados Unidos oferece uma oportunidade singular de explorar como economias emergentes e avançadas lidam com crises bancárias e quais são as implicações de longo prazo dessas intervenções governamentais. Segundo a Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky (1986), a estabilidade prolongada nos mercados financeiros pode estimular a adoção de comportamentos financeiros mais agressivos, sendo essencial avaliar se essas estratégias de resgate contribuíram para a resiliência financeira ou reforçaram vulnerabilidades sistêmicas.

Dessa forma, este estudo busca não apenas compreender a eficácia dos programas de resgate bancário, mas também contribuir para o debate acadêmico sobre regulação macroprudencial, intervenção estatal no setor financeiro e o impacto de políticas de

estabilização econômica na prevenção de crises futuras.

1.4 Metodologia

A metodologia deste trabalho combina uma abordagem bibliográfica, análise documental e estudo comparativo, visando investigar a eficácia dos programas de resgate bancário PROER, PROES e dos veículos *Maiden Lane*, como resposta às crises bancárias de 1998 no Brasil e financeira de 2008 nos Estados Unidos. A pesquisa está estruturada em duas frentes principais: análise qualitativa e análise quantitativa.

Na abordagem qualitativa, o foco será interpretar os efeitos desses programas sobre o comportamento das instituições financeiras e suas implicações para a estabilidade do sistema bancário, à luz de princípios teóricos como a Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky (1986) e a Regra de Bagehot (1873), a qual defende que, em momentos de crise, os bancos centrais devem agir como emprestadores de última instância, oferecendo liquidez apenas a instituições solventes, mediante garantias sólidas e cobrando juros punitivos, critérios que serão considerados na avaliação da racionalidade e do desenho das intervenções estudadas.

No que se refere à abordagem quantitativa, serão avaliados indicadores financeiros que refletem a recuperação e a estabilidade bancária, como evolução do crédito, inadimplência, rentabilidade dos bancos e liquidez sistêmica, permitindo a comparação entre os contextos brasileiro e norte-americano. Para isso, serão utilizados documentos oficiais do Banco Central do Brasil (Bacen), do *Federal Reserve (Fed)*, além de relatórios de instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI), bem como literatura acadêmica relevante sobre crises financeiras, risco sistêmico e política macroprudencial.

Para entender em profundidade as causas que levaram às crises bancárias de 1998 no Brasil e de 2008 nos Estados Unidos, bem como os mecanismos de resposta adotados, é fundamental analisar os conceitos teóricos que explicam esses eventos. A seguir, no Capítulo 2 será apresentado o arcabouço teórico necessário para compreender a dinâmica das crises financeiras e os mecanismos de intervenção estatal, com base na teoria da fragilidade financeira de Minsky, no modelo de corridas bancárias de *Diamond* e *Dybvig* e na Regra de Bagehot (1873).

Capítulo 2 - Fundamentos Teóricos: Fragilidade Financeira, regulação macroprudencial e resgate bancário

Neste capítulo serão discutidos os fundamentos teóricos que sustentam a análise das crises bancárias e os mecanismos de intervenção estatal no sistema financeiro, com destaque para a HFF de Hyman Minsky, que argumenta que a instabilidade é endógena ao capitalismo e decorre de ciclos de alavancagem e euforia nos mercados. A seguir, é discutido o modelo de corridas bancárias de *Diamond e Dybvig* (1983), que explica como a transformação de liquidez e a perda de confiança dos depositantes podem levar bancos solventes à falência. De tal modo, explora-se a *Regra de Bagehot (1873)* como princípio clássico para a atuação dos bancos centrais como *emprestadores de última instância*, enfatizando os riscos associados a moral hazard e à fragilidade sistêmica. Também analisa-se a importância da atuação preventiva dos bancos centrais na regulação e estabilidade macrofinanceira, com destaque para o redesconto como ferramenta preventiva. Assim, o capítulo apresenta a estrutura teórica para compreender a dinâmica das crises financeiras e os fundamentos das respostas institucionais observadas no Brasil nos anos 1990.

2.1 Ciclos Financeiros, Alavancagem E Instabilidade: A Hipótese Da Fragilidade Financeira Segundo Minsky

A Hipótese da Fragilidade Financeira foi desenvolvida pelo economista Hyman Philip Minsky, como uma alternativa crítica às teorias tradicionais de estabilidade dos mercados financeiros (como, por exemplo, as hipóteses de eficiência dos mercados², formuladas por Eugene Fama, 1970). Assim, o autor argumenta que a instabilidade financeira é endógena ao funcionamento do capitalismo, ou como ele menciona, a estabilidade é desestabilizadora (Minsky, 1980). Para Minsky, essa instabilidade não é gerada por choques externos, mas sim pelas próprias dinâmicas internas dos mercados financeiros ao longo do ciclo econômico.

² A Hipótese de Eficiência dos Mercados, formulada por Eugene Fama (1970), sustenta que os preços dos ativos financeiros refletem, de forma completa e instantânea, todas as informações disponíveis no mercado. Ela é tradicionalmente dividida em três formas: (i) fraca, em que os preços incorporam apenas informações passadas; (ii) semi-forte, que inclui todas as informações públicas disponíveis; e (iii) forte, que abrange também informações privadas e privilegiadas.

Segundo (Minsky 1980), em momentos de crescimento e estabilidade macroeconômica, os agentes econômicos tornam-se progressivamente mais otimistas, e assumem riscos maiores, ficando mais alavancados financeiramente. Minsky desenvolveu sua teoria a partir de conceitos centrais da obra de John Maynard Keynes, em especial, *a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), e embora Keynes não tenha formulado uma teoria específica da fragilidade financeira, sua ênfase na incerteza radical, na preferência pela liquidez e no papel das expectativas, como determinantes da demanda agregada são fundamentos teóricos essenciais à construção minskyana. Keynes enfatizou o lado do ativo, nas decisões de investimento, enquanto Minsky completa a análise, com o lado do passivo: como as empresas financiam o investimento, como obtém os recursos para aquisição de ativos.

Segundo Minsky (2010), a estabilidade de um sistema financeiro depende da forma como empresas e instituições estruturam seus balanços e seus planejamentos financeiros visando o pagamento de seus compromissos financeiros ao longo do tempo. Minsky propõe três diferentes posturas de financiamento por parte dos agentes: *hedge*, especulativo e *Ponzi*, cada um com diferentes níveis de vulnerabilidade frente à instabilidade econômica. Na postura *hedge*, o financiamento é sustentado por fluxos de caixa suficientes para quitar não apenas os juros, mas também o principal da dívida. Como descreve Minsky (2010, pág. 287) “espera-se que o fluxo de caixa a partir de operações com os bens de capital (ou a partir da posse de contratos financeiros), seja mais que suficiente para a quitação de compromissos contratuais, hoje e no futuro.” Esse tipo de financiamento é caracterizado por maior solidez, uma vez que não depende de refinanciamento contínuo. Por isso, “um banco comercial não pode fazer uso do sistema *hedge*” (Minsky, 2010, p. 287), já que sua estrutura é baseada em passivos de curto prazo e recebíveis de prazo mais alongado.

No financiamento especulativo, os agentes conseguem, em circunstâncias normais, pagar os juros de suas dívidas, mas não o valor principal, dependendo da rolagem constante dessas dívidas. Segundo (Minsky, 2010, pág. 287), “O sistema financeiro especulativo envolve o rolamento de dívidas que estão prestes a vencer.” Desta maneira, essa estrutura já apresenta sinais de fragilidade, pois está sujeita a riscos de refinanciamento e mudanças nas condições de crédito. O financiamento *Ponzi* representa o grau máximo de risco financeiro, dado que os fluxos de caixa são insuficientes inclusive para o pagamento dos juros. A empresa depende de novas dívidas para pagar as antigas, assim como enfatiza (Minsky, 2010, pág. 288), “nas unidades que usam o sistema *Ponzi* os custos são maiores do que as receitas, de modo que a quantidade nominal de dívidas aumenta.”

As empresas tipo *Ponzi*, conforme (Minsky, 2010, pág. 288) “capitalizam juros dentro de sua estrutura de obrigações”, ou seja, incorporam os encargos financeiros às próprias dívidas, agravando o risco de insolvência. Além disso, à medida que uma economia acumula empresas operando sob esquemas especulativos e *Ponzi*, a fragilidade do sistema como um todo aumenta: “Quanto maior o peso dos sistemas financeiros baseados em esquemas como o especulativo e o *Ponzi*, menores às margens gerais de segurança na economia e maior a fragilidade da estrutura financeira.” (Minsky, 2010, p. 291). Esse padrão de comportamento pode ser impulsionado por períodos de euforia e crescimento do crédito, até o momento em que choques externos revelam a instabilidade acumulada, e conforme exposto, o próprio autor sintetiza: “Uma empresa que usa o sistema *hedge* pode se tornar especulativa se houver uma queda na receita, e uma empresa já especulativa pode se transformar se ocorrer uma entrada de receita ou se as dívidas forem ‘financiadas’³ (Minsky, 2010, p. 287)”.

Portanto, os três tipos de financiamento representam estágios crescentes de vulnerabilidade. A evolução de empresas de *hedge* para *Ponzi*, se não contida, pode levar a uma crise sistêmica, como já advertia Minsky: “Embora ciclos de esquema *Ponzi* sejam parte das experiências de qualquer empresa, ser forçada a se envolver nesses arranjos devido à queda na receita ou aumentos nos juros é uma parte sistêmica do processo que leva frequentemente à falência” (Minsky, 2010, p. 289). Esse processo culmina em uma crescente fragilidade financeira, que, diante de um choque de confiança ou alteração nas condições de crédito, pode desencadear uma crise. Para Minsky, essa instabilidade não é uma anomalia, mas uma característica sistêmica do capitalismo: “a estabilidade é desestabilizadora” (Minsky, 1980, p. 12).

Além disso, a HFF dialoga com o conceito de “ciclo financeiro” ao afirmar que o comportamento pró-cíclico das instituições financeiras, sobretudo bancos e fundos de investimento, os quais exacerbam os momentos de expansão e acentua os períodos de retração. Esta abordagem antecipa debates contemporâneos sobre regulação macroprudencial e políticas anticíclicas.

Conforme Cardim de Carvalho (2005), a contribuição de Minsky é fundamental para a compreensão da natureza endógena das crises financeiras, especialmente em contextos de desregulamentação financeira e crescente complexidade dos produtos de crédito. Para o autor, a HFF é uma crítica contundente à teoria do equilíbrio geral e à hipótese dos mercados

³ O processo de falência é uma maneira de transformar empresas que praticam finanças especulativas e *Ponzi* em empresas que, respectivamente, praticam finanças tipo *hedge* e especulativas. (N.A.)

eficientes, sustentando que os mercados financeiros são inherentemente instáveis. Outro ponto relevante é a forma como Minsky comprehende o papel do Estado e do banco central. Ele defende uma atuação ativa por meio da chamada “*big government e big bank*” para conter os efeitos destrutivos das crises e estabilizar a economia (Minsky, 1980; Vasconcelos, 2014). e foi essa abordagem que inspirou parte das políticas de resposta à crise de 2008, especialmente aquelas voltadas à liquidez e ao resgate de instituições financeiras consideradas sistêmicas.

2.2 O Modelo de Corridas Bancárias de Diamond e Dybvig

O modelo de corridas bancárias formulado por Diamond e Dybvig (1983), é complementar à abordagem de Minsky, o qual descreve os mecanismos pelos quais bancos, ainda que solventes, podem quebrar devido a retiradas massivas e simultâneas de depósitos por parte dos correntistas. O modelo parte do pressuposto de que bancos operam com transformação de liquidez: captam recursos de curto prazo (depósitos) e os aplicam em ativos de longo prazo (empréstimos), tornando-se estruturalmente vulneráveis a crises de confiança. Em uma situação de normalidade, os bancos funcionam com equilíbrio entre as demandas dos depositantes de curto prazo e os retornos dos ativos de longo prazo. No entanto, diante da incerteza, os depositantes podem antecipar retiradas, temendo a escassez de recursos — iniciando, assim, uma corrida bancária.

Algebricamente, o modelo formaliza a escolha intertemporal dos depositantes com base na incerteza sobre suas preferências de consumo. A utilidade esperada de um indivíduo é dada por:

$$E[U(c)] = pu(c_1) + (1 - p)u(c_2)$$

onde:

- p é a probabilidade de o agente ser impaciente (desejando consumir no período 1);
- $1 - p$ é a probabilidade de ele ser paciente (consumindo no período 2);
- $u(c_1)$ representa a utilidade derivada do consumo antecipado no período 1;
- $u(c_2)$ representa a utilidade do consumo postergado no período 2.

Essa equação captura a lógica central da intermediação financeira no modelo: ao reunir depósitos de agentes com diferentes preferências de liquidez, o banco oferece um contrato de seguro implícito contra a necessidade de liquidez imediata. Agentes impacientes recebem mais

cedo uma quantia menor, enquanto os pacientes esperam e recebem mais no futuro, beneficiando-se do retorno dos investimentos de longo prazo feitos pelo banco. Contudo, como os bancos não conhecem previamente a identidade dos consumidores impacientes, precisam manter reservas líquidas limitadas para atender a saques antecipados, o que os torna vulneráveis. Se os depositantes acreditarem que outros correrão ao banco, haverá uma corrida bancária, tornando a crise uma profecia autorrealizável (Diamond; Dybvig, 1983). A solução proposta pelos autores envolve a existência de um seguro de depósitos ou de um banco central atuando como emprestador de última instância para fornecer liquidez emergencial, prevenindo o colapso institucional.

Esse modelo teve grande influência nas formulações modernas sobre estabilidade bancária e fundamenta, por exemplo, os argumentos favoráveis à regulação da liquidez e à supervisão macroprudencial. Como ressalta Vasconcelos (2014, p. 37), o modelo de Diamond e Dybvig “explicita a vulnerabilidade estrutural dos bancos à liquidez e à confiança dos agentes econômicos, mesmo na ausência de fundamentos negativos”, evidenciando que a confiança desempenha papel central na estabilidade do sistema financeiro.

2.3 A Regra de Bagehot: fundamentos e aplicação

A Regra de Bagehot constitui um dos princípios básicos da regulação e supervisão bancária pelos bancos centrais, principalmente em momentos de crise financeira, tendo sido formulada por Walter Bagehot em sua obra *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873). Ao discutir as formas adequadas de atuação do *Bank of England*, Bagehot acabou por fornecer diretrizes para a atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância (*lender of last resort*). Seu principal objetivo é evitar que crises de liquidez de curto prazo evoluam para colapsos financeiros sistêmicos, comprometendo a estabilidade do sistema bancário e da economia como um todo.

O contexto que levou Bagehot a formular essa regra foi a recorrência de pânicos bancários ao longo do século XIX, particularmente no Reino Unido. Durante esse período, o sistema bancário britânico operou sob um regime baseado no padrão-ouro e foi caracterizado por estruturas frágeis, frequentemente sujeitas a crises de confiança e corridas bancárias. Nessas situações, o Banco da Inglaterra, atuando na prática como um banco central, desempenhava um papel central no fornecimento de liquidez emergencial para evitar falências generalizadas, embora sua atuação nem sempre seguisse critérios claros ou previsíveis. A experiência acumulada nesses episódios levou Bagehot a formalizar princípios para a concessão de crédito

emergencial, buscando equilibrar a necessidade de estabilizar o sistema financeiro (Bagehot, 1873).

Bagehot argumentou que, para que a assistência emergencial fosse eficaz e não resultasse em distorções no comportamento dos bancos, o crédito deveria ser concedido apenas a *instituições solventes*, contra *boas garantias*, e *taxas de juros suficientemente elevadas* para desencorajar o uso específico da liquidez fornecida pelo banco central e fornecer a sinalização de que o socorro tem custos. Dessa forma, o mecanismo deveria atuar como um amortecimento de choques temporários de liquidez, mas sem promover a tomada de riscos excessivos ou criar dependência institucional em relação ao suporte do banco central (Bagehot, 1873). A importância da Regra transcende seu contexto original e continua a ser um referencial para a formulação de medidas regulatórias e de supervisão de bancos, bem como da gestão de crises financeiras na atualidade. Sua aplicação pode ser observada em diversas crises modernas, incluindo a Crise Financeira Global de 2008⁴ (FED, 2009), quando o *Fed* e bancos centrais ao redor do mundo implementaram programas de liquidez para evitar colapsos sistêmicos. No entanto, o afastamento parcial dos princípios dessa regra, especialmente no que diz respeito à exigência de taxas elevadas e garantias de qualidade, gerou debates sobre o potencial estímulo ao risco moral e à formação de novas fragilidades no sistema financeiro global.

A relação entre a Regra de Bagehot (1873) e a regulação macroprudencial moderna também se tornou um ponto central nas discussões sobre estabilidade financeira. Enquanto a regra fornece um arcabouço para a atuação do banco central em momentos de crise, as regulamentações macroprudenciais buscam mitigar o acúmulo de vulnerabilidades no período pré-crise. Com isso, a conjugação destes dois instrumentos é essencial para promover um sistema financeiro mais resiliente e menos vulnerável à episódios de instabilidade sistêmica.

2.3.1 Princípios da Regra de Bagehot

Bagehot estabeleceu princípios para que a função do banco central como provedor de recursos finais fosse produtiva e não encorajasse riscos pelas instituições financeiras. De acordo com ele, essa ação deve respeitar diretrizes claras para impedir que a disponibilização de liquidez em situações de emergência promova atitudes excessivamente arriscadas nas

⁴ A aplicação da Regra de Bagehot, pode ser observada no discurso do diretor de assuntos Monetários do FED, “Brian Madigan” no Simpósio Econômico Anual do Federal Reserve Bank de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming em 2009. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm>. Acesso: 01 Jun 2025.

instituições financeiras, assegurando que o auxílio seja oferecido apenas a bancos solventes que enfrentam problemas de liquidez, e sob circunstâncias que desincentivem o uso oportunista do crédito disponibilizado pelo banco central (Bagehot, 1873). Os três principais princípios que norteiam essa Regra são:

Fornecimento amplo de liquidez: O banco central deve conceder crédito apenas a instituições financeiras solventes, mas que enfrentam dificuldades momentâneas de liquidez, evitando que problemas pontuais se transformem em crises sistêmicas. A lógica subjacente é que bancos com ativos sólidos, mas temporariamente sem liquidez, possam superar momentos de estresse no mercado financeiro sem que a insolvência de curto prazo resulte em um colapso generalizado do sistema.

Taxas de juros elevadas: O crédito emergencial deve ser concedido a taxas superiores às vigentes no mercado, de modo a desestimular que as instituições recorram ao banco central de maneira oportunista. Esse princípio visa garantir que a assistência seja utilizada apenas em momentos de necessidade real, prevenindo que os bancos assumam riscos excessivos com a expectativa de serem resgatados futuramente.

Exigência de garantias de qualidade: As instituições que buscam assistência devem oferecer ativos de alta qualidade como colateral⁵, preferencialmente títulos públicos ou instrumentos financeiros com baixo risco de inadimplência, assegurando que o banco central minimize sua exposição ao risco e mantenha a disciplina do mercado, garantindo que apenas bancos com fundamentos sólidos tenham acesso ao crédito emergencial.

Além desses princípios, Bagehot enfatiza que a previsibilidade e a transparência da atuação do banco central são fundamentais para mitigar o pânico no mercado e preservar a confiança no sistema financeiro. Dessa maneira, a Regra de Bagehot (1873) se configura num princípio normativo essencial para a gestão de crises bancárias, ao fornecer um mecanismo de estabilização que evita a propagação de choques financeiros sem comprometer a disciplina de mercado. Sua aplicação adequada busca equilibrar a necessidade de intervenção estatal com a contenção de incentivos perversos, garantindo que a liquidez emergencial seja utilizada de maneira criteriosa e direcionada exclusivamente a instituições financeiras solventes, mas temporariamente sem liquidez. Por fim, a regra de Bagehot é justamente a aplicação de medidas macroprudenciais de maneira “pedagógica” pelo Banco Central, e isso também era o que Minsky

⁵ Colateral é o ativo oferecido como garantia em uma operação financeira. No âmbito da assistência de liquidez prestada por bancos centrais, exige-se que esse colateral seja composto por ativos de alta qualidade, como títulos públicos ou instrumentos com baixo risco de inadimplência, a fim de proteger o credor e minimizar o risco moral, conforme os princípios da Regra de Bagehot (1873).

defendia. Na próxima seção, será discutido o papel do Banco Central, e como sua atuação mantém a estabilidade do sistema financeiro.

2.4 Banco Central e sua atuação na estabilidade Financeira

As práticas financeiras devem ser estruturadas de forma a minimizar ou evitar instabilidades que possam comprometer a segurança do sistema econômico. Nesse contexto, os Bancos Centrais desempenham um papel crucial, tanto na contenção de crises quanto na sua prevenção. Segundo Mishkin (2019), as políticas implementadas pelos bancos centrais visam não apenas regular a oferta de moeda e crédito, mas também garantir a estabilidade dos preços, como a inflação, o nível de emprego e a solidez do sistema financeiro, sendo que essas instituições devem garantir que a oferta de moeda não seja drasticamente reduzida durante crises financeiras, como as corridas bancárias.

De acordo com Friedman e Schwartz (1963), a Grande Depressão dos anos 1930 foi agravada pela inação *do Fed*, que permitiu o colapso do sistema bancário ao não fornecer liquidez necessária no momento crítico. Além disso, os Bancos Centrais precisam decidir quais mercados serão resguardados em uma crise, um dilema que envolve riscos morais. Minsky (1986) argumenta que a estabilidade prolongada nos mercados financeiros pode estimular comportamentos especulativos, levando o sistema a um ciclo de fragilidade financeira. Seu conceito de HFF ressalta que, em períodos de otimismo econômico, as instituições financeiras aumentam sua exposição ao risco, resultando em um sistema cada vez mais vulnerável a choques.

A atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância, por meio de instrumentos como o redesconto e mecanismos de resgate bancário, desempenha um papel crucial na contenção de crises sistêmicas, ao impedir que dificuldades de liquidez em instituições específicas se transformem em colapsos generalizados no sistema financeiro (Diamond; Dybvig, 1983; Mishkin, 2007; Bernanke, 2015). Segundo Bagehot (1873), a atuação do banco central como emprestador de última instância deve seguir três regras fundamentais, conforme já mencionado anteriormente.

Quando lidam com grandes estruturas financeiras, os Bancos Centrais precisam refinanciar obrigações comerciais, cuja existência, muitas vezes, é impulsionada por esquemas financeiros especulativos e *Ponzi*. De acordo com Kindleberger e Aliber (2015), os ciclos de expansão e contração do crédito são fenômenos recorrentes na história financeira, e cabe ao Banco Central controlar excessos especulativos para evitar crises sistêmicas.

Diferentemente dos bancos comerciais, que oferecem empréstimos e refinanciamento a indivíduos e organizações não bancárias, os Bancos Centrais lidam diretamente com as instituições financeiras e, por isso, precisam reconhecer sua responsabilidade pelo comportamento de todo o sistema financeiro. Como aponta Goodhart (1988), os Bancos Centrais não devem apenas reagir às crises, mas atuar proativamente, utilizando instrumentos como exigências de capital, controle de alavancagem e supervisão prudencial, de modo a reduzir os riscos sistêmicos antes que se tornem crises generalizadas. A experiência da crise financeira de 2008 demonstrou a importância da atuação dos Bancos Centrais em momentos críticos. Segundo Bernanke (2015), o *Fed* precisou adotar medidas extraordinárias de política monetária e financeira para evitar o colapso total do sistema bancário, o que inclui programas de compra de ativos (*quantitative easing*)⁶ e a recapitalização de instituições financeiras em dificuldades.

Dessa forma, os Bancos Centrais exercem um papel fundamental na preservação da estabilidade econômica, combinando políticas monetárias tradicionais com ferramentas macroprudenciais para mitigar riscos e garantir a resiliência do sistema financeiro. No entanto, sua atuação precisa ser equilibrada para evitar incentivos perversos que possam alimentar novas crises no futuro. Um dos mecanismos centrais dessa atuação é o uso de instrumentos de liquidez emergencial, como as operações de redesconto, que permitem a intervenção direta da autoridade monetária para evitar rupturas no sistema bancário e assegurar o funcionamento adequado do mercado financeiro, que abordarei a seguir.

2.4.1 Operações de Redesconto do Banco Central do Brasil

As operações de redesconto são instrumentos utilizados pelo Bacen (2002) para fornecer liquidez às instituições financeiras, garantindo a estabilidade do sistema financeiro. O redesconto permite que os bancos comerciais obtenham recursos de curto prazo junto ao Bacen para cobrir necessidades temporárias de caixa, evitando crises de liquidez e fortalecendo a confiança no sistema bancário.

Sendo que a mesma é essencial para a regulação macroprudencial, pois evita a quebra sistêmica das instituições financeiras e garante o fluxo contínuo de crédito na economia. As

⁶ Segundo Bernanke (2015), o *quantitative easing* consistiu na compra em larga escala de ativos pelo *Fed*, como títulos lastreados em hipotecas e títulos do Tesouro, com o objetivo de restaurar a liquidez, estabilizar os mercados financeiros e reduzir as taxas de juros de longo prazo, em resposta ao colapso do sistema financeiro em 2008.

operações de redesconto se alinham à Regra de Bagehot (1873), que estabelece que os bancos centrais devem atuar como *emprestadores de última instância*, oferecendo liquidez sob condições rigorosas para evitar o risco moral. Além de seu papel na estabilidade financeira⁷, o redesconto é uma ferramenta estratégica utilizada pelos bancos centrais para a regulação da política monetária, permitindo ajustes no nível de liquidez disponível no mercado financeiro, contribuindo para a previsibilidade das operações bancárias e para a mitigação de choques econômicos.

As operações de redesconto do Bacen são regulamentadas pela Circular nº 3.105, de 5 de abril de 2002, que instituiu o redesconto no âmbito do Sistema Financeiro Nacional. De acordo com essa norma, o redesconto é destinado exclusivamente às instituições financeiras titulares de conta Reservas Bancárias ou Conta de Liquidação junto ao Banco Central (Banco Central do Brasil, 2002).

As modalidades de redesconto estão subdivididas em duas categorias principais:

- (i) a compra com compromisso de revenda, utilizada predominantemente em operações de liquidez intradia ou de curtíssimo prazo; e
- (ii) o redesconto propriamente dito, que consiste no desconto de títulos e valores mobiliários pertencentes ao ativo das instituições financeiras.

Conforme dispõe o artigo 4º da Circular nº 3.105/2002, os prazos para a concessão das operações de redesconto podem ser classificados em:

- Operações intradia, destinadas a cobrir necessidades de liquidez no próprio dia;
- Operações de um dia útil, voltadas a desequilíbrios temporários de caixa;
- Operações de até quinze dias úteis, com possibilidade de recontratação em casos justificados;
- Operações de até noventa dias corridos, para instituições que enfrentam desequilíbrios estruturais, mediante apresentação de plano de recuperação.

O propósito fundamental dessas operações é preservar a estabilidade do sistema financeiro, assegurando liquidez apenas às instituições solventes e evitando o agravamento de crises de confiança. Essa política está alinhada aos princípios clássicos propostos por Bagehot (1873), segundo os quais o banco central deve emprestar livremente em tempos de crise, porém sob condições rigorosas: a exigência de garantias de alta qualidade e a cobrança de taxas de juros punitivas, de forma a desencorajar comportamentos oportunistas e práticas

⁷ Bacen (2024) define estabilidade financeira como a manutenção, ao longo do tempo e em qualquer cenário econômico, do regular funcionamento do sistema de intermediação financeira entre famílias, empresas e governo.

excessivamente arriscadas. Portanto, o redesconto no Brasil não apenas constitui uma ferramenta de provisão de liquidez emergencial, mas também integra a estratégia macroprudencial de regulação e estabilidade do sistema bancário, desempenhando papel decisivo na prevenção de crises sistêmicas.

2.4.2 Propósito da Punição no Inadimplemento

O redesconto concedido pelo Bacen não é apenas um instrumento de liquidez, mas também um mecanismo de disciplina no sistema financeiro. A lógica por trás da imposição de penalidades rigorosas em casos de inadimplemento nas operações de redesconto é a proteção da estabilidade do sistema financeiro e a mitigação dos riscos sistêmicos. Como estabelece a Circular nº 3.105/2002, o não pagamento de redesconto até o prazo estipulado implica a inadimplência automática da operação, com sérias consequências para a instituição faltosa (Banco Central do Brasil, 2002).

De acordo com o regulamento vigente, uma operação de redesconto inadimplida acarreta a incorporação dos ativos entregues em garantia à carteira própria do Banco Central. Posteriormente, esses ativos são vendidos em leilão, e, caso o resultado da venda seja inferior ao valor da operação inadimplente, a instituição financeira é obrigada a ressarcir o prejuízo ao Bacen (Banco Central do Brasil, 2002). Esta disposição visa garantir que o risco financeiro recaia integralmente sobre a instituição inadimplente, desincentivando comportamentos oportunistas e preservando o interesse público.

O propósito central da punição é, portanto, o de preservar a confiança no sistema financeiro e evitar o risco moral. Conforme a Instrução Normativa Bacen nº 234/2022, o Banco Central adota critérios rigorosos para a concessão de redesconto, exigindo informações detalhadas de fluxo de caixa e planos de reestruturação financeira em situações de desequilíbrio estrutural, reforçando a responsabilidade das instituições em manter práticas prudenciais (Banco Central do Brasil, 2022). Este arcabouço normativo reflete a preocupação clássica expressa por Bagehot (1873), segundo a qual o apoio do banco central deve ser concedido de maneira que ajude apenas as instituições solventes e desincentive o comportamento arriscado. Como destaca Goodhart (1988), é importante que o auxílio financeiro venha acompanhado de sanções adequadas, de modo que o benefício obtido com o suporte não supere o custo associado à conduta prudente esperada das instituições.

Nesse contexto, a penalidade aplicada nas operações de redesconto não se configura

como um instrumento meramente punitivo, mas representa um mecanismo essencial para manter os incentivos corretos no mercado financeiro. Em um sistema interconectado, a disciplina de mercado é fundamental para evitar que a insolvência de uma instituição contamine outras, comprometendo a estabilidade macroeconômica e a resiliência do sistema bancário como um todo (Banco Central do Brasil, 2002). As operações de redesconto do Bacen representam instrumentos essenciais de preservação da estabilidade financeira, possibilitando que instituições financeiras enfrentem crises de liquidez sem comprometer a solvência do sistema bancário (Bacen 2002). Conforme previsto na Circular nº 3.105/2002, essas operações são fundamentais para garantir a continuidade do fluxo de crédito e a manutenção da confiança no mercado financeiro (Banco Central do Brasil, 2002). A implementação eficaz das operações de redesconto fortalece a capacidade regulatória do Banco Central, permitindo-lhe atuar de forma preventiva e corretiva na contenção de choques de liquidez e no bloqueio de possíveis efeitos de contágio financeiro. Nesse contexto, os limites da atuação preventiva do Banco Central tornaram-se evidentes diante das primeiras crises bancárias enfrentadas após a implementação do Plano Real, como veremos a seguir.

2.5 A Crise Bancária no Início do Plano Real: Nacional, Econômico e Bamerindus

A evolução do sistema financeiro brasileiro, marcada por grandes mudanças estruturais e institucionais, pode ser entendida pela Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky, a qual sugere que períodos de estabilidade levam os agentes econômicos a assumirem riscos crescentes, criando fragilidades financeiras que podem culminar em crises. No Brasil, o desenvolvimento do sistema financeiro foi impulsionado pela criação do Banco Central e pela promulgação da Lei nº 4.595/1964, um marco para a coordenação do Sistema Financeiro Nacional (SFN), que estabeleceu diretrizes fundamentais para a regulamentação e expansão do setor bancário, além de preparar o terreno para políticas monetárias mais robustas e especializadas (Pinheiro, 2019). A legislação estabeleceu diretrizes essenciais para a política monetária e o desenvolvimento das instituições financeiras, inaugurando uma era de especialização que visava à eficiência na captação e aplicação de recursos, com ganhos de escala e redução de custos operacionais. Essa estrutura incentivou a expansão do crédito a taxas mais acessíveis e consolidou o papel do Banco Central como regulador e garantidor da estabilidade do sistema financeiro (Pinheiro, 2019). Nos anos que se seguiram, o sistema

evoluiu com fusões e incorporações que concentraram o mercado bancário, gerando economias de escala e incentivando a internacionalização dos serviços, mas, foi na década de 1970, que políticas de restrição, como a proibição de novas cartas patentes⁸, limitou a entrada de novas instituições, buscando reduzir a concorrência interna e proteger os bancos nacionais. Por outro lado, na década de 1980, o papel dos bancos privados como financiadores do setor público aumentou devido à redução da demanda por empréstimos de outros agentes econômicos (Vidotto, 2000).

A estabilização monetária promovida pelo Plano Real, a partir de julho de 1994, revelou importantes fragilidades estruturais do sistema bancário brasileiro, que até então operava em um contexto de inflação cronicamente elevada. Durante o regime inflacionário, os bancos lucravam com o descompasso entre o recebimento e o pagamento de recursos, obtendo ganhos com o chamado "*floating inflacionário*", que é uma forma de receita inflacionária. Com a queda abrupta da inflação, essa fonte de renda desapareceu, desencadeando um processo de fragilização nas instituições que dependiam desse mecanismo para manter sua rentabilidade.

A Tabela 1 ilustra a importância da receita inflacionária no resultado das instituições financeiras ao longo do início da década de 1990. Em 1993, por exemplo, essa receita representava 4,2% do PIB (Produto Interno Bruto) e 35,3% da receita de intermediação financeira. Com o Plano Real, esses percentuais caem drasticamente, chegando a 0,6% da receita de intermediação em 1995.

Tabela 1 – Brasil: Receita inflacionária dos bancos

Ano	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Receita Inflacionária (% do PIB)	4,0	3,9	4,0	4,2	2,0	0,0
Receita Inflacionária (% da Receita de Intermediação Financeira)	35,7	41,3	41,9	35,3	20,4	0,6

Fonte: Elaborado pelo autor, adaptado de Maia (2003).

⁸ Segundo o Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), cartas-patentes são títulos concedidos pelo Estado que conferem ao titular o direito de exploração exclusiva de uma invenção por um determinado período. Embora o termo seja tradicionalmente associado à propriedade industrial, no Brasil, o Banco Central também utilizou a expressão "carta-patente" até 1992 como documento formal de autorização para o funcionamento de instituições financeiras. Essa prática foi revogada pela Circular nº 2.115/1992, que eliminou o uso da carta-patente e do certificado de autorização, substituindo-os pela comunicação oficial do ato de concessão.

A Tabela 1 apresenta a evolução da receita inflacionária dos bancos entre os anos de 1990 a 1995, demonstrando a transformação pela qual passou o sistema financeiro brasileiro com a implementação do Plano Real. A súbita eliminação dessa margem de rentabilidade gerou forte impacto sobre os balanços dos bancos, especialmente os de capital nacional, como o Econômico, o Nacional e o Bamerindus. Conforme demonstrado por Carvalho e Oliveira (2002), esses bancos apresentavam problemas estruturais anteriores à estabilização monetária, mas foram incapazes de se adaptar ao novo cenário macroeconômico, altamente restritivo.

Durante o período inflacionário, os bancos obtinham expressivos ganhos financeiros a partir da defasagem temporal entre os pagamentos de seus passivos e os recebimentos de seus ativos, num contexto de elevação contínua dos preços. Além disso, a queda da inflação eliminou uma das principais fontes de receitas auferidas pelos bancos, a receita de floating (Puga 2001). Nos primeiros anos da década de 1990, esse modelo mostrou-se altamente lucrativo: em 1992, por exemplo, a receita inflacionária representava 4,0% do PIB e cerca de 41,9% da receita de intermediação financeira dos bancos. Isso significa que quase metade da receita operacional dessas instituições estava ancorada não em operações tradicionais de crédito ou serviços bancários, mas em ganhos decorrentes da inflação. Essa situação se manteve até 1993, quando ainda representava 4,2% do PIB e 35,3% da receita de intermediação (Siqueira, 2001).

Com o advento do Plano Real, em julho de 1994, e o controle drástico da inflação, essa fonte de receita foi abruptamente suprimida. Já em 1994, observou-se uma queda significativa para 2,0% do PIB e 20,4% da receita de intermediação. No ano seguinte, os dados tornam evidente o colapso desse modelo: a receita inflacionária tornou-se irrelevante, representando praticamente 0,0% do PIB e apenas 0,6% da receita dos bancos (Carvalho e Oliveira, 2002). Essa transformação estrutural impôs um novo paradigma para o setor bancário. Instituições que haviam se adaptado a operar de maneira rentável em ambiente inflacionário, muitas vezes sem desenvolver estruturas robustas de análise de risco, controle de crédito ou eficiência operacional, encontraram-se despreparadas para competir num contexto de estabilidade de preços. A nova conjuntura exigia não apenas a readequação das práticas gerenciais, mas a reformulação das próprias estratégias de negócio das instituições (Puga, 2001).

Além disso, o colapso de instituições como o Banco Econômico decorreu da combinação de má gestão, perda da renda inflacionária e incapacidade de adaptação ao novo ambiente monetário, sendo agravado pela elevação dos juros em 1995. Tais fatores justificaram as intervenções e a criação do PROER para evitar um colapso sistêmico (Puga 2001). A observação dos dados da tabela confirma, portanto, que a quebra do modelo inflacionário bancário foi um dos principais gatilhos da crise bancária que se seguiu à estabilização

monetária. A súbita eliminação dessa margem de rentabilidade gerou forte impacto sobre os balanços dos bancos, especialmente os de capital nacional, como o Econômico, o Nacional e o Bamerindus. A Tabela 2 a seguir apresenta os índices de patrimônio líquido sobre passivo total desses bancos no período de 1992 a 1995, evidenciando a fragilidade crescente da estrutura patrimonial dessas instituições.

Tabela 2 – Patrimônio Líquido como % do Passivo Total de grandes bancos privados brasileiros – 1991/95

Período	Dez 91	Mar/ 92	jun/92	Set/92	Dez/92	Mar/ 93	jun/93	Set/93	Dez/93	Mar/ 94	jun/94	Set/94	Dez/94	Mar/ 95	jun/95	Set/95	Dez/95	Média
Bamerindus	11,9	8,4	8,2	7,2	9,2	7,0	6,2	5,9	6,9	6,1	6,3	7,3	7,9	7,3	7,6	8,5	9,4	7,5
Nacional	9,4	7,7	7,0	6,2	7,8	7,1	6,5	6,3	7,3	6,3	6,7	7,6	7,9	6,6	8,2	8,6	-	7,2
Econômico	12,8	11,9	11,0	12,1	10,1	-	-	9,8	10,1	9,8	9,1	9,2	-	10,1	-	-	-	10,3
Itaú	19,5	21,5	18,6	22,1	21,1	20,7	17,4	18,4	16,2	14,9	14,3	17,8	18,5	16,8	16,8	-	16,9	18,1
Bradesco	21,7	19,9	19,0	18,2	19,9	18	17,3	20,6	1,5	19,0	15,5	18,9	20,0	17,6	18,5	18,0	16,8	17,4
Unibanco	14,1	11,1	10,3	10,7	9,6	11,1	10,2	9,7	11,3	7,9	8,3	9,3	8,9	8,7	9,0	9,1	9,1	9,6
Real	12,2	10	10,8	11,4	10,9	8,9	8,9	8,0	9,1	8,6	5,7	7,9	7,9	7,9	8,1	7,8	9,3	8,8
Noroeste	11,1	9,5	9,9	8,4	7,3	7,9	9,1	7,0	7,3	7,3	6,2	7,8	10,1	8,8	11,6	12,3	11,5	8,9

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Carvalho e Oliveira (2002), adaptado de Revista Bancária Brasileira

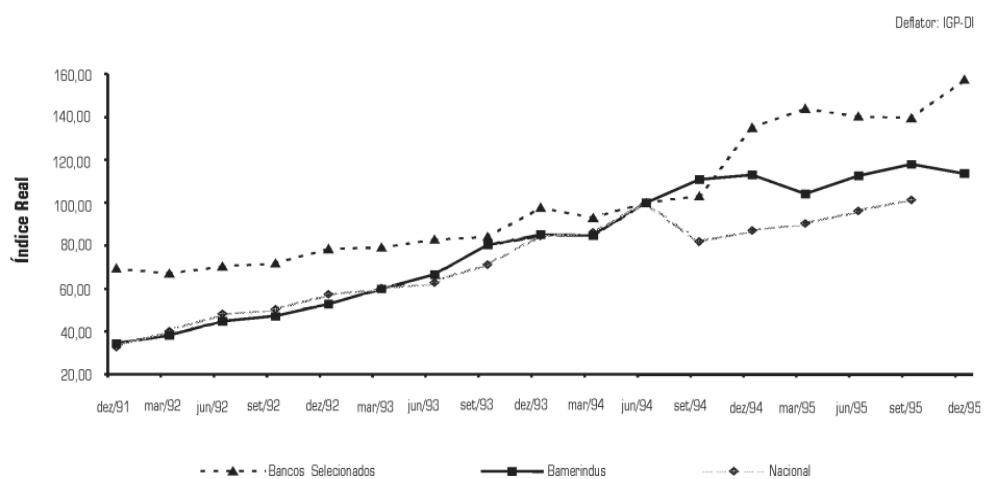
A Tabela 2 revela a evolução do índice de patrimônio líquido sobre o passivo total dos principais bancos privados de varejo brasileiros entre dezembro de 1991 e dezembro de 1995. Este indicador é importante para avaliar a solidez patrimonial das instituições, ou seja, sua capacidade de absorver perdas e sustentar suas operações com capital próprio. A trajetória dos bancos que posteriormente quebraram — *Econômico, Nacional e Bamerindus* — mostra uma tendência clara de fragilização patrimonial antes mesmo do Plano Real, com índices inferiores à média do sistema e bem abaixo de bancos mais sólidos como Itaú e Bradesco.

De acordo com Carvalho e Oliveira (2002), o índice do Banco Econômico permaneceu relativamente estável com uma média de 10,32% no período observado, sugerindo uma estagnação de sua capacidade de capitalização. Já os bancos Nacional e Bamerindus apresentaram quedas mais acentuadas entre 1992 e 1994, situando-se entre 7,19% e 7,46% respectivamente, indicando uma elevação do grau de alavancagem e exposição ao risco. Os autores argumentam que essa deterioração não foi causada exclusivamente pela estabilização monetária, mas sim por estratégias agressivas de expansão de crédito nos anos anteriores, que resultaram em carteiras de empréstimos mais arriscadas. O fim da inflação alta e a política monetária restritiva de 1995 apenas agravaram a situação de bancos que já estavam estruturalmente debilitados. Ainda que o índice patrimonial de algumas dessas instituições tenha melhorado levemente em 1995, como no caso do Bamerindus (de 7,6% em jun/95 para 9,4% em dez/95), essa melhora foi tardia e insuficiente diante da escalada da inadimplência e do aumento do custo de captação. Dessa forma, a análise da Tabela 2 em conjunto com os

argumentos dos autores reforça a hipótese de que a fragilização dos grandes bancos brasileiros no início do Plano Real foi um processo cumulativo, com raízes nas práticas adotadas durante o regime inflacionário (Carvalho e Oliveira, 2002).

A quebra de bancos como o Econômico, o Nacional e o Bamerindus foi, portanto, o desfecho de um ciclo de exposição crescente a riscos, agravado por uma conjuntura macroeconômica menos permissiva. A partir da análise da tabela 2, podemos analisar a evolução do volume real das operações de crédito desses bancos ao longo do período de 1991 a 1995, conforme demonstrado na figura 1 a seguir. Podemos observar com clareza como o comportamento de concessão de crédito do Nacional e do Bamerindus se diferenciou dos bancos mais sólidos, como Itaú e Bradesco, no período que antecedeu e sucedeu o Plano Real.

Figura 1: Índice Real das Operações de Crédito (1991–1995)



Fonte: Carvalho e Oliveira 2002. Elaboração com base nos dados da *Revista Bancária Brasileira* (diversas edições). **Bancos selecionados:** Itaú, Bradesco, Real, Unibanco e Noroeste. **Média ponderada pela participação relativa de cada banco em relação ao total das operações de crédito (soma de todos eles).** **Deflator:** IGP-DI.

A Figura 1 apresenta a trajetória do índice real das operações de crédito no período de 1991 a 1995, com base no deflator IGP-DI, comparando o desempenho de dois bancos de médio porte, “Nacional e Bamerindus”, com o de um grupo de instituições bancárias consideradas mais sólidas no mercado brasileiro, composto por Itaú, Bradesco, Real, Unibanco e Noroeste. O índice utilizado reflete a média ponderada do volume de crédito concedido, ajustada pela participação relativa de cada banco no total das operações do sistema, sendo que de dezembro

de 1991 até aproximadamente meados de 1994, período que antecede a implementação do Plano Real, tanto o Banco Nacional quanto o Bamerindus exibem uma trajetória de expansão acelerada nas operações de crédito, com taxas de crescimento superiores à média ponderada do conjunto de bancos selecionados. Desse modo, o comportamento evidencia uma estratégia agressiva de crescimento adotada por essas instituições no contexto de instabilidade monetária e alta inflação, típica do regime anterior ao Plano Real, ampliando suas carteiras de crédito de forma significativa, eles buscavam, por meio da alavancagem, sustentar receitas em um ambiente de compressão progressiva dos ganhos advindos da inflação, ou os "lucros inflacionários". O fim da inflação elevada, trazido pela introdução do Plano Real em julho de 1994, alterou profundamente a lógica de operação dos bancos.

A partir desse momento, observa-se uma inflexão no comportamento dos índices de crédito: a taxa de crescimento real das operações dos bancos Nacional e Bamerindus passa a desacelerar, e, em alguns momentos, apresentar queda relativa, ao passo que os bancos mais estáveis mantêm uma trajetória de crescimento mais sustentado. Sem a âncora inflacionária para sustentar artificialmente os seus balanços e com maior exposição a riscos de crédito, essas instituições mostraram-se mais vulneráveis aos efeitos da estabilização monetária. A trajetória observada na figura antecipa, portanto, a deterioração da saúde financeira de bancos como o Nacional e o Bamerindus, que culminaria, nos anos seguintes, em situações de insolvência e posterior intervenção pelo Banco Central do Brasil. Entretanto, a partir do segundo semestre de 1994, observa-se uma inflexão nas curvas, com o Nacional apresentando uma queda significativa e o Bamerindus desacelerando seu ritmo de crescimento, ao contrário dos bancos mais sólidos, que mantêm uma trajetória ascendente. Isso indica que os bancos mais frágeis não conseguiram sustentar sua atividade creditícia no novo ambiente de estabilidade monetária, evidenciando problemas estruturais como baixa qualidade de ativos, capitalização insuficiente e dificuldades de adaptação a uma economia com inflação sob controle (Carvalho e Oliveira, 2002). Essa divergência comportamental reflete, portanto, a fragilidade da governança, da gestão de risco e do modelo de negócios dessas instituições, que haviam crescido de forma pouco prudente durante o regime inflacionário e, diante do novo contexto, revelaram sua insolvência iminente. Esses dados contribuem para reforçar o argumento de que a crise desses bancos foi resultado não apenas de choques exógenos, como o fim da inflação, mas também de um padrão histórico de má gestão, leniência regulatória⁹ e uso político do crédito (Siqueira,

⁹ A leniência regulatória refere-se à atuação branda ou omissa dos órgãos de supervisão financeira, que, ao deixar de aplicar medidas corretivas ou preventivas de forma adequada, contribuem para o agravamento de

2001; Carvalho e Oliveira, 2002). Ainda que seja indiscutível que o Banco Central tinha ciência das fragilidades dessas instituições financeiras, essa percepção não é tão clara de imediato. De fato, uma avaliação dos dados contábeis, conforme ilustrado na Tabela 3, não leva à conclusão de que esses bancos estivessem prestes a enfrentar uma crise de grandes proporções.

Tabela 3: Indicadores de balanço dos bancos Nacional, Bamerindus e Econômico

Rentabilidade					Qualidade dos ativos				
Anos	Nac.	Bamer.	Econ.	7 maior.	Nac.	Bamer.	Econ.	7 maior.	
1990	15,21	11,57	13,41	11,91	1,19	1,56	0,61	4,76	
1991	12,31	5,70	9,16	10,07	0,51	1,83	0,30	2,84	
1992	13,96	7,57	9,57	19,18	0,26	0,90	0,52	1,46	
1993	15,26	13,38	9,67	25,00	0,11	0,58	0,31	1,31	
1994	18,14	11,79	13,46	14,09	0,85	0,83	0,43	1,53	

Alavancagem					credito em liquid/Patr. líq.				
Anos	Nac.	Bamer.	Econ.	7 maior.	Nac.	Bamer.	Econ.	7 maior.	
1990	5,67	3,36	7,44	2,73	6,73	5,24	4,52	13,87	
1991	5,62	1,91	3,51	1,53	2,89	3,49	1,04	4,01	
1992	7,04	3,11	4,07	2,01	1,84	2,82	2,13	2,92	
1993	7,75	4,92	4,96	3,00	0,85	2,86	1,52	3,16	
1994	7,17	6,00	4,62	3,16	6,07	5,00	1,97	4,48	

Fonte: Elaborado a partir de Corazza, 2000.

De acordo com a tabela, podemos observar que o Banco Nacional teve uma rentabilidade maior do que a média dos sete maiores bancos em três dos cinco anos anteriores à intervenção, sendo cinco pontos percentuais acima dos demais em 1994. Por outro lado, o Econômico e o Bamerindus apresentaram rentabilidades inferiores a essa média em todos os cinco anos anteriores à intervenção. A vulnerabilidade desses bancos fica ainda mais evidente ao analisarmos a qualidade dos seus ativos, pois eles estavam em uma situação bastante pior do que a média dos sete maiores bancos do país. Além disso, o grau de alavancagem desses bancos indicava uma maior exposição ao risco. Por outro lado, eles apresentavam um nível de inadimplência menor, exceto no ano de 1994. Embora os dados dos balanços não mostrem toda a vulnerabilidade desses bancos ou a ameaça que eles representavam para o sistema financeiro como um todo, é possível dizer que a intervenção do Banco Central foi um grande dilema, pois envolveu equilibrar diferentes interesses e riscos na sua função de emprestador de última instância (Corazza, 2000).

Embora alguns indicadores contábeis do Banco Econômico tenham apresentado aparente estabilidade ou até mesmo leve melhora em 1995, essa situação não refletia a real

riscos sistêmicos e comportamentos imprudentes por parte das instituições reguladas (Banco Central do Brasil, 2023).

fragilidade estrutural da instituição. A crise enfrentada pelo banco decorreu, principalmente, de fatores que não eram plenamente captados pelos balanços tradicionais. Primeiramente, muitos dos demonstrativos contábeis estavam maquiados ou baseavam-se em premissas desatualizadas, uma vez que o fim da inflação crônica revelou passivos ocultos e ativos superavaliados que anteriormente eram encobertos pela dinâmica inflacionária (Vidotto, 2000; Maia, 2003). Como alertava Hyman Minsky (1986), os momentos de aparente estabilidade financeira frequentemente ocultam vulnerabilidades que se acumulam silenciosamente no sistema.

Além disso, o Banco Econômico apresentava forte exposição a créditos de difícil recuperação, muitos dos quais concedidos com motivações políticas, o que comprometia significativamente a qualidade da sua carteira de crédito (Carvalho; Oliveira, 2002). Essa fragilidade foi agravada pela mudança estrutural provocada pelo Plano Real, que eliminou o chamado “*floating inflacionário*”. Sem essa fonte de lucro, instituições como o Econômico perderam rapidamente sua capacidade de geração de caixa (Maia, 2003). Outro fator decisivo foi a incapacidade do banco em se adaptar ao novo ambiente regulatório pós-estabilização, que passou a exigir maior liquidez, transparência e padrões mais rígidos de governança (Puga, 1999; Hermann, 2010). Mesmo com indicadores contábeis relativamente estáveis, o banco não possuía condições reais de solvência no novo cenário. A situação se agravou com o aumento das taxas de juros em 1995, que contribuiu para o crescimento da inadimplência e para o aprofundamento das dificuldades financeiras (Carvalho e Oliveira, 2002).

Além disso, a crise também foi potencializada por um ambiente de desconfiança generalizada no sistema bancário, após episódios como a quebra do Banco Nacional. O Banco Econômico enfrentou retiradas significativas de depósitos, em um típico movimento de corrida bancária, que acabou comprometendo de vez sua liquidez. Assim, mesmo com índices contábeis relativamente favoráveis, a instituição revelou-se incapaz de resistir a choques de confiança e liquidez, o que evidencia a desconexão entre indicadores formais e a real condição de solvência de alguns bancos no período (Szmit, 1999). Diante desse cenário de fragilidade institucional e perda de confiança no sistema, tornou-se urgente a formulação de mecanismos de resposta estatal capazes de conter o agravamento da crise e preservar a estabilidade financeira.

Assim, no capítulo 3, analisaremos como os instrumentos de política macroprudencial foram implementados no contexto da crise bancária. No caso brasileiro, os programas PROER e PROES destacam-se como exemplos de respostas institucionais à fragilidade do sistema financeiro nos anos 1990.

Capítulo 3: A Crise Bancária Brasileira dos Anos 1990 e os Programas PROER/PROES

Este capítulo tem como objetivo analisar as principais intervenções financeiras realizadas no Brasil em resposta às crises bancárias dos anos 1990, à luz da literatura sobre regulação macroprudencial. Assim, serão apresentados os fundamentos conceituais da regulação macroprudencial, contextualizando suas origens, mecanismos e efeitos sobre o sistema financeiro nacional, dando continuidade às discussões já realizadas no capítulo 2.

3.1 Regulação Macroprudencial: fundamentos, objetivos e abordagem sistêmica

A crise financeira global de 2008 evidenciou severas limitações nos modelos tradicionais de supervisão e regulação financeira, os quais estavam excessivamente focados na solidez individual das instituições, mas negligenciavam os riscos sistêmicos. Diante desse cenário, organizações internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), passaram a desenvolver conceitos para a chamada política macroprudencial.

O relatório do FMI *Macroprudential Policy: An Organizing Framework* (2011) constitui uma das primeiras tentativas sistemáticas de definir os objetivos, instrumentos e arranjos institucionais da política macroprudencial, oferecendo subsídios fundamentais para o desenho de respostas regulatórias a crises bancárias e financeiras. Publicado em resposta à recomendação do Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board - FSB*) e do G20, esse documento sintetiza os consensos emergentes sobre a necessidade de uma nova abordagem regulatória mais voltada para o sistema financeiro como um todo.

Segundo o Fundo Monetário Internacional (2011), o objetivo primordial da política macroprudencial é limitar o acúmulo de riscos financeiros sistêmicos, buscando preservar a estabilidade não apenas das instituições individuais, mas da rede de interações que compõem o sistema financeiro global. Essa concepção rompe com a lógica puramente microprudencial ao incorporar explicitamente as externalidades e os efeitos de contágio que caracterizam o ambiente financeiro. A política macroprudencial atua sobre duas dimensões essenciais do risco sistêmico: a dimensão temporal, relacionada à pró-ciclicidade do comportamento financeiro, e a dimensão transversal, ligada à interconexão entre instituições e setores. A primeira procura suavizar o ciclo financeiro, limitando a expansão excessiva do crédito durante períodos de

crescimento e mitigando a contração abrupta em momentos de crise. A segunda busca reduzir o risco de que o colapso de uma instituição sistematicamente relevante provoque falhas em cadeia (International Monetary Fund, 2011).

Além disso, o FMI (2011) ressalta que a política macroprudencial busca corrigir a chamada falácia da composição, ou seja, a ideia equivocada de que a estabilidade de cada instituição individual implica necessariamente a estabilidade do sistema como um todo. Em muitos casos, práticas prudentes em nível micro podem gerar efeitos pró-cíclicos que, agregados, desestabilizam o sistema financeiro.

Entre os principais instrumentos de política macroprudencial propostos estão:

- Requisitos contracíclicos de capital, ajustados ao ciclo de crédito;
- Limitações dinâmicas sobre índices de empréstimo-valor (LTV) e dívida-renda (DTI);
- Colchões de liquidez para resistir a choques súbitos;
- Encargos sobre passivos instáveis, para desincentivar formas arriscadas de financiamento (International Monetary Fund, 2011).

A efetividade dessas políticas depende de arranjos institucionais estruturados, que garantam autonomia operacional, clareza de mandato e mecanismos de prestação de contas. O FMI recomenda que os bancos centrais desempenhem um papel central na formulação e execução da política macroprudencial, em virtude de sua capacidade técnica, de sua experiência em gestão de estabilidade sistêmica e de sua credibilidade junto aos mercados (International Monetary Fund, 2011).

Nesse contexto, torna-se crucial analisar como diferentes países organizaram suas respostas a situações de crise bancária, tanto no aspecto da concessão de liquidez emergencial quanto na implementação de políticas estruturais de fortalecimento do sistema financeiro. Com base nessa perspectiva, a próxima seção examina o PROER, lançado no Brasil em 1995, que representou uma resposta direta aos riscos sistêmicos exacerbados após a implementação do Plano Real. A análise do programa permitirá compreender como instrumentos de intervenção governamental foram utilizados para restaurar a confiança no sistema bancário e reduzir as vulnerabilidades macrofinanceiras no país.

3.2 Os Programas de Resgate: PROER e PROES

A crise dos grandes bancos privados serviu como catalisador para a criação do PROER, lançado em novembro de 1995. Segundo Maia (2003), o programa buscava restaurar a

confiança no sistema financeiro, garantir a continuidade do crédito e evitar efeitos de contágio. Os casos analisados também anteciparam discussões sobre risco moral, governança e a necessidade de regulação prudencial, temas que ganhariam destaque global após a crise de 2008. A combinação de alta alavancagem com baixa qualidade de crédito e estruturas contábeis frágeis resultou na insolvência dessas instituições. Como evidencia (Maia, 2003), a fragilidade desses bancos era visível desde 1993, mas foi mascarada por práticas contábeis permissivas e por redes de proteção inadequadas, conforme discutido também em Siqueira (2001). De acordo com Maia (2003), o montante total mobilizado pelas operações vinculadas ao PROER atingiu aproximadamente R\$ 20,4 bilhões, o que correspondia a cerca de 2,7% do PIB médio do período entre 1995 e 1997. O programa teve sua conclusão efetiva por volta de meados de 1997, momento em que foi realizada sua última operação de financiamento, conforme demonstrado na tabela a seguir.

Tabela 4 - PROER - Valor das Operações

PROER - Operações	R\$ milhões
PROER - modelo geral 1 - bancos grandes	14.070
PROER - modelo geral 2 - bancos pequenos e médios	1.251
CEF	5.038
Total	20.359

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Maia (2003) e Banco Central do Brasil, com base em valores históricos. (CEF* - financiamento para a aquisição de carteira imobiliária).

No total, foram efetuadas oito operações de fusão ou aquisição no contexto do PROER, sendo quatro conduzidas sob o modelo geral 1 e quatro sob o modelo geral 2. Embora numericamente limitadas, essas operações, em especial aquelas realizadas no âmbito do primeiro modelo, provocaram transformações significativas na configuração estrutural do sistema bancário brasileiro, conforme a tabela 5.

Tabela 5: Fusões e aquisições no âmbito do PROER

PROER - modelos gerais	Banco adquirente	
	Doméstico	Estrangeiro
PROER - modelo geral 1 - bancos grandes	3,0	1,0
PROER - modelo geral 2 - bancos médios e pequenos	4,0	0,0
Total	7,0	1,0

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de Maia (2003)

A tabela demonstra o número de operações de fusão e aquisição bancária ocorridas no âmbito do PROER, divididas conforme dois modelos de intervenção e a origem do banco adquirente. O modelo geral 1, voltado para bancos grandes, registrou quatro operações, sendo três com aquisição por bancos domésticos e uma por banco estrangeiro. Já o modelo geral 2, destinado a bancos médios e pequenos, contabilizou quatro operações, todas com bancos domésticos como adquirentes. Ao todo, foram sete operações com adquirentes domésticos e uma operação com adquirente estrangeiro, e a única operação com banco estrangeiro corresponde à aquisição do Banco Bamerindus pelo HSBC (Hong Kong and Shanghai Banking Corporation), em 1997. Embora o HSBC não tenha sido beneficiário direto de recursos do PROER, sua entrada no mercado brasileiro ocorreu em condições amplamente favorecidas, com parte dos passivos do Bamerindus já saneados pelo Banco Central e mediante isenções regulatórias temporárias, o que caracteriza um envolvimento indireto com os desdobramentos do programa (CPI PROER, 2002).

Além do Bamerindus, outros cinco bancos foram diretamente socorridos com recursos do PROER: o Banco Nacional, o Banco Econômico, o Banco Banorte, o Banco Mercantil de Pernambuco e o Banco Pontual/Martinelli, todos considerados em situação crítica, com risco potencial de provocar efeitos sistêmicos no mercado financeiro. O caso do Banco de Crédito Nacional (BCN), por sua vez, ilustra uma forma de envolvimento indireto com a reestruturação bancária, pois, apesar de não ter recebido recursos do programa, foi adquirido pelo Bradesco em 1997 em um movimento de consolidação estimulado pelo novo ambiente regulatório e pela política de estabilização pós-Real (Puga, 2002).

Assim, o PROER foi criado como uma estratégia mais estruturada para lidar com bancos de maior escala, incluindo a reestruturação administrativa, operacional e societária, além da divisão do banco problemático em duas entidades: o "*banco bom*" e o "*banco ruim*" (Maia, 2003), considerando que o objetivo central era evitar uma crise sistêmica, preservar os depósitos e proteger empregos, a partir de uma reestruturação coordenada e seletiva do sistema bancário nacional (Maia, 2003). A implementação do PROER envolveu a transferência de controle acionário de bancos com dificuldades para outras instituições, com o objetivo de preservar os depósitos e garantir a continuidade das operações bancárias. Para isso, o programa operou principalmente por meio de duas linhas principais de atuação:

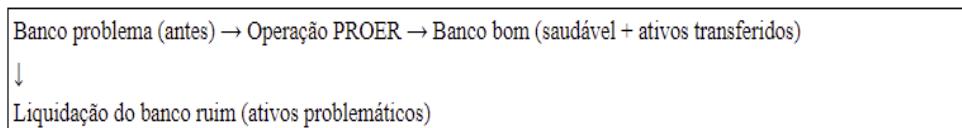
- 1. Saneamento do balanço do banco problemático:** isso envolvia cobrir o hiato patrimonial (diferença entre ativos e passivos) do banco "ruim", por meio de linhas de crédito do próprio PROER, que se transformavam em ativos do banco "bom".
- 2. Reestruturação societária:** o banco "bom" era uma nova entidade, adquirida por outra

instituição financeira ou criada para absorver a parte saudável do banco problemático; o banco "ruim" era enviado à liquidação extrajudicial.

Segundo Maia (2003), essa segmentação foi uma inovação do programa e uma estratégia-chave para evitar o colapso do setor financeiro. Ela funciona assim:

- **Banco "bom"**: é uma instituição que, após a operação do PROER, passa a deter os ativos considerados saudáveis e a responsabilidade pela continuidade das operações bancárias. Seus depósitos e outros passivos considerados sustentáveis permanecem intactos, protegendo credores e depositantes. O banco "bom" geralmente é adquirido por uma nova instituição ou passa por processos de saneamento, que incluem o reforço de capital, reestruturação operacional e administrativa.
- **Banco "ruim"**: contém os ativos problemáticos, como créditos de difícil recuperação, e passivos vinculados aos ativos deteriorados. Após a operação, esse banco entra em liquidação extrajudicial, conduzida pelo Banco Central, com o objetivo de minimizar o impacto negativo no restante do sistema financeiro, conforme demonstrado no fluxograma das operações do proer, o qual mostra como ocorreu a transferência de ativos do banco problemático para o banco "bom", evidenciando o processo de saneamento, aquisição e liquidação.

Figura 2: Fluxograma da operação PROER



Fonte: Elaborado pelo autor

Objetivo da segmentação: separar o "*saneável*" do "*problemático*", de modo que a parte saudável pudesse continuar operando normalmente, enquanto a parte problemática fosse isolada e liquidada sem risco de contágio.

Dessa forma, a estratégia buscava separar as partes saudáveis das problemáticas do banco, facilitando a reestruturação e protegendo o sistema de pagamentos e os depositantes. A operação envolvia a transferência do patrimônio saudável do banco problemático para uma nova entidade, o banco "bom", que continuava a operar normalmente, sustentando os depósitos e mantendo a estabilidade do sistema de pagamentos. O banco "ruim", por sua vez, era liquidado, reduzindo o risco de contágio ao restante do setor. Essa abordagem permitiu ao Banco Central reabilitar bancos que, de outra forma, poderiam desencadear uma crise sistêmica

maior (Maia 2003).

De acordo com Maia (2003), em dezembro de 2002, o montante da dívida dos bancos com o PROER era de aproximadamente R\$ 13,1 bilhões, enquanto as obrigações das reservas bancárias das instituições participantes chegavam a cerca de R\$ 14,6 bilhões. Dessa forma, o total da dívida com o Banco Central somava R\$ 27,7 bilhões. O total de ativos disponíveis nos processos de liquidação dos bancos reestruturados, chamado de massa liquidanda, era de R\$ 25,9 bilhões, com R\$ 6,8 bilhões desse valor destinados ao pagamento de outros credores que não eram o Banco Central. Assim, a previsão de recuperação dos créditos pelo Bacen estava em torno de R\$ 19,2 bilhões. Contudo, a diferença entre o total devido ao Banco Central e o valor esperado de recuperação, conhecida como saldo sem cobertura, era de R\$ 8,5 bilhões, quantia que já estava adequadamente provisionada no balanço do Bacen, de acordo com as normas contábeis utilizadas para ativos de recuperação incerta.

A análise dos dados evidencia, portanto, não apenas o custo fiscal dos resgates, mas a profundidade da crise bancária brasileira no período pós-estabilização monetária. A quebra de grandes instituições, como o Nacional, o Econômico e o Bamerindus, expôs uma fragilidade estrutural que ia além da conjuntura macroeconômica: revelava-se, na verdade, um modelo de negócio bancário insustentável, baseado em receitas não recorrentes, práticas contábeis opacas e fontes de financiamento instáveis (Maia, 2003). Esses casos emblemáticos não só demandaram intervenção imediata por parte do Estado, como também reforçaram a urgência de criar instrumentos de regulação e supervisão mais rigorosos, com um esforço que se concretizaria com o PROER, instituído em 1995 pelo CMN por meio da Resolução nº 2208, transformado na Lei nº 9710/98, cujo objetivo central era preservar a integridade do sistema bancário nacional frente às adversidades enfrentadas pelas instituições financeiras, sobretudo após a adoção do Plano Real, que embora tenha promovido estabilidade econômica, também revelou fragilidades relacionadas à liquidez e à solvência no setor bancário, e outras reformas no marco regulatório do sistema financeiro nacional. Os bancos insolventes, como apontado por Lundberg (1999), tornaram-se reféns de maus pagadores e desenvolveram comportamento de alto risco, adotando práticas semelhantes às de jogos especulativos, numa tentativa de recuperação de prejuízos já irreversíveis.

Portanto, esses episódios não apenas revelaram a vulnerabilidade estrutural do sistema financeiro brasileiro, mas também impulsionaram reformas significativas nas práticas de supervisão, nas normas de contabilidade bancária e nas estratégias de intervenção estatal, consolidando o papel do Banco Central como garantidor da estabilidade sistêmica. Além disso, a literatura posterior, como Maia (2003) e os trabalhos de Siqueira (2001), demonstram que o

aprendizado institucional e a reconfiguração do marco regulatório brasileiro nos anos seguintes foram, em grande parte, respostas a essa crise setorial que colocou em cheque a resiliência das instituições financeiras nacionais.

A crise dos bancos Nacional, Econômico e Bamerindus foi um marco na história da regulação financeira brasileira, ao evidenciar as limitações do modelo anterior e impulsionar mudanças na política econômica e institucional, cujo desfecho foi a criação do PROER como mecanismo emergencial e na adoção de uma agenda regulatória mais sólida, alinhada aos princípios internacionais de estabilidade, transparência e prudência. De tal modo, na próxima seção, será examinado a forma como instrumentos de política macroprudencial foram operacionalizados no contexto da crise bancária brasileira, com especial atenção às medidas adotadas pelo Estado para restaurar a confiança no sistema financeiro e mitigar o risco sistêmico. Dentre essas medidas, destacam-se os programas PROER e PROES, concebidos como respostas institucionais às fragilidades expostas pelo processo de estabilização monetária.

3.3 O Programa PROER no Brasil: estrutura e ações

A criação do PROER, como já discutimos na seção 3.2, marcou uma virada institucional na gestão de crises bancárias no Brasil. Em resposta à vulnerabilidade estrutural do sistema bancário nacional revelada com o fim do processo inflacionário crônico e a implantação do Plano Real, como já explicado no Capítulo 2, o PROER surgiu como instrumento fundamental para prevenir o colapso sistêmico e restaurar a confiança nos mercados financeiros. Deste modo, o programa tinha como princípios essenciais a proteção do sistema de pagamentos, garantindo a exigibilidade dos depósitos, e a penalização das más políticas bancárias, transferindo o controle acionário de bancos problemáticos. A lógica de atuação do programa refletia os pressupostos teóricos de Hyman Minsky (1986), segundo os quais o sistema capitalista carrega, em sua dinâmica endógena, ciclos de instabilidade financeira. A perda do “*floating inflacionário*”, acabou expondo a fragilidade de bancos cuja lucratividade dependia dessa prática, sobretudo pequenos e médios bancos constituídos nos anos 1980 (Vidotto, 2000).

Ao tratar de instituições financeiras com passivos maiores do que ativos líquidos, o PROER adotou uma abordagem baseada na segmentação entre "bancos bons" e "bancos ruins", segmentação que foi discutida na seção anterior, sendo estes últimos desmembrados de seus ativos problemáticos e repassados a instituições mais sólidas, uma estrutura análoga aos veículos *Maiden Lane* utilizados durante a crise de 2008 nos EUA (Minsky, 1986; Dymski,

2009).

Além da lógica de segregação de ativos, o programa estruturou-se como política pública com critérios técnicos de elegibilidade e um conjunto de penalidades severas em caso de inadimplemento. Segundo a Lei nº 9.710/1998, os bancos participantes precisavam submeter-se a planos de reestruturação, renúncia de dividendos, aportes de capital por parte dos controladores e à supervisão direta do Bacen, cujo objetivo era restaurar a liquidez do sistema, e também impor disciplina financeira, mitigando o risco moral envolvido na concessão de socorro estatal.

A análise empírica de Carvalho e Oliveira (2002) reforça que os problemas enfrentados pelos bancos Bamerindus, Econômico e Nacional não foram gerados pela política de crédito pós-Plano Real, mas resultaram de fragilidades pré-existentes, exacerbadas por um novo ambiente de estabilidade e pela elevação das taxas de juros em 1995. Esses bancos não conseguiram adaptar-se às novas exigências de solvência e transparência exigidas pelo fim da inflação crônica. Vidotto (2007) argumenta que o PROER, ao lado do PROES, representou uma profunda reestruturação do sistema bancário nacional, tendo como consequência direta a maior concentração bancária e o avanço do capital estrangeiro no setor. A política macroeconômica restritiva adotada a partir de 1995, alinhada ao Consenso de Washington¹⁰, também impôs limitações ao escopo de atuação do Banco Central, que, apesar disso, desempenhou papel central como agente coordenador da reforma bancária.

No caso específico do Banco Nacional, Barbosa (2008) identifica um esquema próximo ao modelo *Ponzi* descrito por Minsky, em que o banco financiava suas obrigações recorrendo a novos passivos, com lastro em créditos podres do FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais). A atuação do Banco Central foi duramente criticada por permitir, via PROER, a aceitação desses créditos como garantias, transferindo o risco para o setor público e gerando elevados custos sociais e fiscais. De acordo com Szmith (1999), o programa conseguiu cumprir seu objetivo primário de evitar a disseminação do pânico bancário, resguardar o sistema de pagamentos e preservar a funcionalidade do sistema financeiro. A atuação do Banco Central, embora concentrada, foi rápida e tecnicamente fundamentada, tendo como objetivo mitigar uma

¹⁰ O Consenso de Washington refere-se a um conjunto de dez recomendações de políticas econômicas formuladas por instituições financeiras internacionais — como o FMI, Banco Mundial e o Tesouro dos Estados Unidos — no final da década de 1980. Essas recomendações visavam orientar países em desenvolvimento, especialmente da América Latina, na adoção de reformas liberalizantes, como disciplina fiscal, liberalização comercial, privatizações, desregulamentação e abertura ao investimento estrangeiro. Ver: WILLIAMSON, John. *What Washington Means by Policy Reform*. In: WILLIAMSON, John (ed.). *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute for International Economics, 1990. Disponível em: https://www.beatrizrey.com/uploads/1/1/8/0/118023146/john_williamson_what_washington_means_by_policy_reform-2-1-12.pdf

crise de liquidez sistêmica que poderia ter gerado efeitos devastadores para a economia brasileira.

Por outro lado, Puga (1999) e Hermann (2010) destacam que o PROER foi decisivo para fortalecer a estrutura regulatória do SFN, criando um novo padrão de governança e estimulando uma maior profissionalização do setor bancário. Ainda que tenha promovido a concentração e a desnacionalização de parte do sistema, o programa gerou um ambiente mais estável para a supervisão financeira e preparou o setor bancário para enfrentar choques externos, como a crise cambial de 1999. Enquanto o programa atuou prioritariamente na reestruturação de instituições privadas em situação crítica, o governo federal também precisou enfrentar a fragilidade estrutural dos bancos estaduais, cujos desequilíbrios colocavam em risco a estabilidade fiscal e financeira do país. Nesse contexto, nasce o PROES, o qual era voltado à redução da presença do Estado na atividade bancária e à reconfiguração do papel dos entes subnacionais no sistema financeiro, que abordarei a seguir.

3.4 O PROES e a Redução do Setor Bancário estadual

Como já discutido anteriormente, a trajetória do sistema bancário brasileiro durante a década de 1990 é marcada por profundas reformas institucionais que visavam restaurar a estabilidade macroeconômica e a solidez do setor financeiro. Após a implementação do Plano Real em 1994, uma série de transformações estruturais impôs severos desafios ao setor bancário, especialmente aos bancos estaduais. Com isso, o PROER concentrou-se em reestruturar instituições privadas em dificuldades, o PROES surgiu como resposta específica à fragilidade sistêmica do segmento bancário público estadual. O Programa foi operacionalizado a partir da Medida Provisória 1.514 de 1996, cujo objetivo central era reduzir o papel do Estado como operador direto da atividade bancária, transferindo a gestão dos bancos estaduais para o setor privado por meio de privatizações, liquidações, federalizações ou transformações em agências de fomento.

O PROES possibilitou que a União assumisse passivos dos bancos estaduais em troca de compromissos de reestruturação, desestatização ou mudança de perfil das instituições, o que permitiu eliminar fontes crônicas de risco fiscal e moral *hazard*, no sistema financeiro (Salviano Junior, 2004). Essa reestruturação foi motivada por problemas históricos de solvência, má

governança e interferência política nos bancos estaduais, que os transformavam, muitas vezes, em instrumentos de financiamento populista e politicamente orientado. Como destaca Salviano Junior (2004), os bancos estaduais estavam imersos em um ciclo vicioso de natureza crônica e estrutural, marcado pelo uso político das instituições, pela concessão de crédito a entes públicos insolventes e por práticas gerenciais desorganizadas e pouco eficientes (Salviano Junior, 2004).

3.4.1 Origens da Crise dos Bancos Estaduais e Impactos

Durante a década de 1980 e início dos anos 1990, os bancos estaduais beneficiavam-se de mecanismos de indexação e ganhos inflacionários que mascaravam práticas de crédito temerárias. Com a estabilização monetária promovida pelo Plano Real e a queda abrupta da inflação, esses mecanismos foram suprimidos, revelando a fragilidade estrutural das instituições públicas (Vieira, 2007). Como aponta Salviano Junior (2004), os bancos estaduais eram sustentados por um modelo de rentabilidade artificial, baseado na inflação e na concessão de crédito para entes públicos inadimplentes.

De acordo com (Vieira, 2007), o programa estabeleceu um conjunto de mecanismos de adesão e incentivos para que os estados pudessem reestruturar seus bancos. A principal contrapartida consistia na assunção de passivos das instituições financeiras estaduais pela União, mediante compromisso do ente federado em promover a desestatização ou transformação da instituição. Entre os principais instrumentos operacionais do PROES, destacam-se:

1. federalização da dívida mobiliária dos estados,
2. privatização dos bancos estaduais via leilões coordenados pelo BNDES, e liquidação extrajudicial ou
3. transformação em agências de fomento para bancos inviáveis ou sem interesse do mercado.

Essa estratégia visava à quebra do vínculo fiscal entre estados e bancos estaduais, interrompendo a retroalimentação entre desequilíbrio fiscal e instabilidade financeira. Para Minsky, os sistemas financeiros instáveis tendem a evoluir de estruturas de financiamento robustas para frágeis em períodos prolongados de estabilidade aparente, tornando necessária a atuação estatal para evitar colapsos generalizados. A reestruturação via PROES, ao fortalecer a regulação, remover bancos ineficientes e limitar o uso político do crédito, alinha-se à proposta de (Minsky, 1986), de que a estabilidade econômica tende a gerar instabilidade, cabendo ao Estado corrigir esse ciclo por meio de instituições financeiras fortes.

O impacto do PROES sobre o sistema bancário estadual foi significativo. Entre 1997 e 2002, mais de 20 bancos estaduais foram liquidados, privatizados ou transformados. Dentre os principais casos de privatização, destacam-se o Banespa (SP), vendido ao Santander, e o Banerj (RJ), adquirido pelo Itaú. Por outro lado, essa medida econômica também gerou críticas quanto à centralização bancária e à diminuição da atuação pública em regiões pouco atrativas ao setor privado (Barbosa, 2017). De acordo com (Brandão, 2009), o programa contribuiu para a concentração de poder no setor bancário e limitou o acesso público ao crédito em regiões menos econômicas. Por fim, observam Carvalho e Oliveira (2002), que a substituição dos bancos estaduais por instituições privadas de escopo nacional criou um vácuo de atendimento bancário em áreas onde a rentabilidade era baixa, mas o serviço era socialmente necessário.

No próximo capítulo, abordarei o colapso do mercado imobiliário nos Estados Unidos, que revelou problemas mais profundos no sistema financeiro mundial, sendo que o *FED* precisasse tomar medidas especiais para tentar segurar a situação. Uma dessas ações foi a criação de veículos estruturados chamados *Maiden Lane I, II e III*, que tinham a função de isolar ativos problemáticos, conhecidos como “ativos tóxicos”, e manter a liquidez no mercado. O objetivo era evitar que o sistema financeiro internacional entrasse em colapso e também limitar os efeitos negativos na economia real. Essas intervenções renovaram, em uma escala global, os debates sobre o papel dos bancos centrais como últimos credores e sobre a relação complexa entre política monetária, risco moral e estabilidade financeira.

Capítulo 4 – A Crise Financeira de 2008 nos EUA, e os veículos Maiden Lane

O presente capítulo aborda a crise financeira de 2008 nos Estados Unidos, com foco na origem da instabilidade no mercado *subprime*, seus desdobramentos sistêmicos e as respostas institucionais adotadas pelo *Fed*. Serão analisados os mecanismos emergenciais criados pelo *FED*, especialmente os veículos *Maiden Lane*, concebidos como instrumentos para absorção de ativos depreciados, e sustentação da liquidez de instituições financeiras consideradas sistêmicas. A partir disso, o capítulo busca compreender como esses instrumentos se alinham às propostas de regulação macroprudencial e à atuação estatal frente à instabilidade financeira, retomando os conceitos da teoria de Minsky.

4.1 A Crise Financeira de 2007

A crise financeira iniciada em 2007, conhecida como "*crise do subprime*", representou uma ruptura sistêmica nos mercados financeiros globais, e embora tenha se desencadeado nos Estados Unidos, os seus efeitos se espalharam por inúmeras economias desenvolvidas e emergentes, destacando o grau de interconectividade do sistema financeiro internacional. Para compreendê-la, se faz necessário analisar os mecanismos de inovação financeira e alavancagem que caracterizaram o período pré-crise (Gorton 2008). Além disso, essa ruptura caracterizou-se como um colapso sistêmico, ocasionado por uma série de falhas nos incentivos econômicos, modelos de avaliação de risco mal estruturados e alavancados dentro do sistema financeiro global (Rouhy, Michel G.; Jarrow, Robert A., 2008).

De acordo com Gorton (2008), o principal problema da crise foi a perda de informações sobre onde estavam e o quanto grandes eram os riscos ligados às inadimplências de hipotecas *subprime*, as quais haviam sido transformadas em produtos financeiros complexos e difíceis de entender. Inicialmente, foram criadas para ajudar mais pessoas a terem acesso à casa própria, e com o tempo, passaram a ser usadas como base para criar títulos derivados e outros produtos financeiros avançados, como os *Collateralized Debt Obligations (CDOs)*, *Structured Investment Vehicles (SIVs)* e *Credit Default Swaps (CDS)*, e essas estruturas eram alimentadas pela expectativa de que os preços dos imóveis continuariam a subir constantemente. Quando a situação mudou, a sofisticação dos instrumentos dificultou a identificação precisa dos riscos, resultando em uma perda de confiança disseminada nos mercados de financiamento de curto

prazo, em particular no mercado de recompra, gerando um comportamento que se assemelha a uma corrida bancária, porém ao invés de ocorrerem saques de depósitos, a situação se manifestou pela recusa em renovar contratos e pela exigência de colaterais, levando a um colapso de liquidez (Gorton, 2008). O autor ainda enfatiza que, a crise de 2007 foi um "*pânico informacional*", e que ao contrário do que ocorre em crises de insolvência, o principal problema era a incapacidade real de pagamento, a opacidade dos ativos, pois investidores não sabiam quais ativos estavam contaminados nem quem os possuía, logo todos os ativos relacionados passaram a ser tratados com desconfiança.

Segundo Gorton (2008), o surgimento dos índices *ABX*¹¹ em 2006 tornou visíveis os preços dos ativos baseados em hipotecas *subprime* e permitiu operações de "*short selling*" em larga escala, contribuindo para acelerar a desvalorização dos ativos e intensificando a desconfiança do mercado, cuja resposta do *Fed* foi o programa *Maiden Lane*, sendo que a autoridade monetária precisou agir como *emprestador de última instância*, no sentido proposto por Bagehot (1986). Segundo Minsky (1986), os ciclos de prosperidade econômica geram um comportamento especulativo crescente, que culmina em uma estrutura de endividamento baseada em refinanciamento contínuo, denominada por ele como "*finanças Ponzi*". Além disso, quando essa postura se torna inviável, é necessário que o Estado intervenha para estabilizar o sistema (Minsky, 1986). No contexto da crise de 2007-2008, a necessidade de preservar a estabilidade financeira levou o *FED* a implementar uma série de medidas extraordinárias, sendo as mais notáveis a criação de três entidades denominadas *Maiden Lane I, II e III*, concebidas como veículos de propósito específico (*special purpose vehicles - SPVs*).

4.2 Os Programas *Maiden Lane*: intervenção e reestruturação durante a crise de 2007-2008

A primeira dessas entidades, criada em março de 2008, foi o *Maiden Lane I*, no contexto da fusão emergencial do banco de investimento *Bear Stearns* com o *JPMorgan Chase*. O *Fed* concedeu um empréstimo de US\$29 bilhões à entidade para que adquirisse ativos "*tóxicos*" da

¹¹ An important part of the information story is the introduction, in 2006, of new synthetic indices of subprime risk, the ABX.HE ("ABX") indices. These indices trade over-the-counter. For the first time information about subprime values and risks was aggregated and revealed. While the location of the risks was unknown, market participants could, for the first time, express views about the value of subprime bonds, by buying or selling protection. In 2007 the ABX prices plummeted. The common knowledge created, in a volatile way, ended up with the demand for protection pushing ABX prices down.

carteira do *Bear Stearns*, permitindo que o *JPMorgan* assumisse as atividades não problemáticas do banco (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2009).

Em novembro do mesmo ano, as entidades *Maiden Lane II e III* foram criadas para absorver ativos da seguradora *AIG*, cujo colapso era iminente. A *Maiden Lane II* adquiriu títulos respaldados por hipotecas residenciais *Residential Mortgage-Backed Securities (RMBSs)* que estavam nas subsidiárias da mesma, enquanto a *Maiden Lane III* comprou *CDOs* detidos por seus clientes, dos quais a instituição havia emitido seguros contratos de *Credit Default Swaps (CDSs)*, buscando interromper a espiral de chamadas de margens que estava levando à sua insolvência (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2009). O desenho dessas operações revela uma estratégia de segregação de ativos deteriorados e transferência do risco sistêmico para entidades financiadas pelo banco central, cujo objetivo era restaurar a confiança do mercado. Essa estratégia respalda em semelhanças com as experiências de intervenção bancária no Brasil, como o programa PROER (1995-1998), que buscou isolar ativos podres para permitir a continuidade das funções essenciais das instituições financeiras (Vidotto, 2003). Como argumenta Gorton (2008), o pânico resultante da crise foi, em grande medida, um colapso de confiança diante da assimetria informacional gerada pela complexidade dos instrumentos financeiros.

Dentre essas respostas institucionais emergenciais, destacam-se os programas *Maiden Lane (I, II e III)*, concebidos como mecanismos ágeis e eficazes de intervenção estatal para garantir a estabilidade sistêmica, estabilizando instituições sistêmicas específicas, como o *Bear Stearns e a AIG*. Como observado por Bernanke (2012), os programas *Maiden Lane* se inserem numa lógica de contenção de danos e prevenção do colapso sistêmico, com o objetivo de isolar ativos podres, restabelecer a confiança no sistema e permitir a reorganização do balanço das instituições em risco, cujas ações, ainda que envoltas em controvérsias quanto ao risco moral, foram fundamentais para conter a crise de liquidez e assegurar a continuidade do sistema de pagamentos. Desta maneira, entender as causas e os desdobramentos da crise subprime à luz da *Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky* permite compreender como o ciclo de expansão especulativa levou ao colapso sistêmico, e como a atuação do Estado foi fundamental para conter a crise, evitando um colapso ainda maior, com a criação dos veículos *Maiden Lane*, que demonstra a importância da regulação macroprudencial.

A seguir, serão examinados em detalhe os três programas que compuseram a estratégia *Maiden Lane*, suas estruturas, fundamentos, objetivos, e os resultados que obtiveram ao lidar com os desafios impostos pela falência de instituições como o *Bear Stearns e a AIG*. A análise seguirá com a apresentação do *Maiden Lane I*, criado para viabilizar a aquisição da *Bear Stearns*

pelo *JPMorgan Chase*, sinalizando o início de uma nova era de intervenção do *Federal Reserve Bank de Nova York*.

4.2.1 Maiden Lane I: O Resgate da Bear Stearns e os Primeiros Sinais de Colapso

O primeiro dos três programas *Maiden Lane* foi estabelecido em 14 de março de 2008, em resposta à iminente falência do banco de investimento *Bear Stearns*. O *Federal Reserve Bank de Nova York* (*New York Fed*), em parceria com o Tesouro dos EUA, criou uma *SPV*, chamada *Maiden Lane LLC*, com o objetivo de adquirir cerca de US\$30 bilhões em ativos ilíquidos da carteira da *Bear Stearns*. Sendo assim, essa operação permitiu que o *JPMorgan Chase* adquirisse a instituição, mitigando os riscos sistêmicos e prevenindo o contágio aos mercados financeiros globais (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2008). O financiamento do programa foi estruturado com um empréstimo de US\$29 bilhões pelo *New York Fed* e uma contribuição de US\$1 bilhão do *JPMorgan*, que assumiu a primeira parte das perdas. Os ativos incluíam hipotecas comerciais, títulos lastreados em *RMBS*, derivativos e obrigações corporativas. Como destaca a publicação do *Federal Reserve de St. Louis* (2011), essa operação foi amplamente controversa, sendo considerada por alguns como um resgate de uma instituição privada com fundos públicos, e por outros como uma intervenção necessária para estabilizar o sistema.

Os defensores da intervenção argumentam que a falência da *Bear Stearns* teria afetado a infraestrutura de mercado para derivativos, *clearing* e intermediação global, especialmente para clientes asiáticos, como destacado no relatório do *Congressional Oversight Panel* (2009). Avaliações posteriores indicaram que, apesar dos riscos iniciais, os ativos adquiridos pela *Maiden Lane I* foram liquidados com lucro ao longo dos anos seguintes, encerrando as operações em 2012 com retorno integral do capital ao *Fed* e ao *JPMorgan* (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2012), conforme podemos observar na tabela abaixo.

Tabela 6: *Composition of Assets at Inception (March 14, 2008)*

Asset	Fair Value* (US\$ billion)
Agency MBS	\$10.1
Commercial real estate whole loans	\$8.2
Non-agency RMBS	\$5.1
Derivatives	\$3.7
Residential whole loans	\$1.6
CMBS, non-residential ABS, CDOs, corporates and municipals	\$1.3
Total	\$30.0

Fonte: Federal Reserve of New York 2012, adaptado pelo autor. *Bear Stearns fair value marks as of 3/14/08.

A Tabela 6 destaca a estrutura inicial da carteira de ativos adquirida pela *Maiden Lane LLC*, no momento de sua criação, como parte da estratégia de intervenção do *Fed* para facilitar a aquisição da *Bear Stearns* pelo *JP Morgan Chase*. A avaliação dos ativos, feita com base nos valores de mercado (*fair value*) em 14 de março de 2008, totalizou US\$30 bilhões, refletindo a complexidade e o grau de exposição ao risco dos instrumentos financeiros detidos pela *Bear Stearns* no auge da crise de liquidez. A maior parte da carteira era composta por *MBS* (*Mortgage-Backed Securities*) que são títulos lastreados em empréstimos hipotecários, ou seja, esses títulos representam um conjunto de hipotecas que foram agrupadas e securitizadas, permitindo que os investidores recebam fluxos de caixa provenientes dos pagamentos das hipotecas, como juros e amortizações, com destaque para US\$10,1 bilhões em títulos lastreados por agências federais (*Agency MBS*) e US\$5,1 bilhões em títulos hipotecários não emitidos por agências (*Non-agency RMBS*), (Gorton, 2012). A presença de US\$8,2 bilhões em empréstimos imobiliários comerciais e US\$1,6 bilhão em empréstimos residenciais diretos evidenciava a forte exposição da *Bear Stearns* ao mercado imobiliário, que foi o epicentro da crise financeira em curso.

Além disso, a carteira incluía US\$3,7 bilhões em derivativos, que representam instrumentos altamente sensíveis à volatilidade de mercado, e US\$1,3 bilhão em instrumentos diversos, como títulos corporativos, municipais, *CDOs* e *Asset-Backed Securities (ABS)* não residenciais. Por meio desta diversidade de ativos indicava um alto grau de complexidade na gestão do portfólio e justificava a criação de uma *SPV* como a *Maiden Lane LLC* para seu controle e liquidação ordenada.

A composição da carteira revela que a intervenção não se limitou à compra de ativos tóxicos homogêneos, mas abrangeu um portfólio altamente diversificado, com diferentes níveis

de liquidez e risco. O sucesso na gestão e venda gradual desses ativos, que culminou em um lucro líquido de US\$2,5 bilhões ao Tesouro norte-americano, demonstra a eficácia da abordagem adotada, ainda que tenha gerado, à época, intensos debates sobre risco moral e precedentes institucionais (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2012).

A liquidação da *Maiden Lane LLC*, criada em 2008 para facilitar a fusão entre o *Bear Stearns* e o *JPMorgan Chase*, foi oficialmente concluída em setembro de 2018, com resultados que reforçam a eficácia da intervenção. Segundo o *New York Fed*, a venda dos títulos restantes da carteira gerou um lucro líquido de aproximadamente US\$2,5 bilhões, dos quais US\$765 milhões corresponderam a juros pagos ao próprio *Fed*, revertendo integralmente os custos da operação ao público norte-americano.

Essa operação demonstra como uma intervenção emergencial bem estruturada, baseada em garantias e mecanismos de governança claros, pode não apenas conter o risco sistêmico, mas também preservar e até ampliar os recursos públicos. A liquidação final da *Maiden Lane I* reforça a legitimidade dos princípios de Bagehot (1873), com o fornecimento de liquidez sob condições rigorosas, e adaptados ao contexto moderno por meio de *SPVs* regulados e monitorados. A experiência também oferece um contraponto relevante às críticas ao risco moral, ao demonstrar que, quando bem conduzido, o resgate de instituições sistêmicas pode proteger o sistema financeiro sem impor ônus permanente ao contribuinte, nos levando posteriormente ao *Maiden Lane II e III*.

4.2.2 Maiden Lane II: Suporte aos Ativos de Agências da AIG

Criada em novembro de 2008, a *Maiden Lane II LLC* tinha como objetivo adquirir ativos respaldados por *RMBSS*, que estavam nos balanços das subsidiárias da *AIG*, cuja estrutura foi concebida para reduzir a pressão de liquidez sobre a seguradora, evitando a liquidação forçada desses ativos em um mercado altamente disfuncional (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2008). A entidade recebeu US\$19,5 bilhões em financiamento do *New York Fed* e comprou ativos originalmente avaliados em US\$39,3 bilhões. A diferença foi financiada por meio de contribuições da própria *AIG* e de reestruturações internas de garantias. Conforme relata o *New York Fed* (2012), os ativos foram geridos de forma passiva, priorizando a maximização de valor e a minimização de riscos sistêmicos. Ao longo dos anos seguintes, os ativos foram sendo liquidados gradualmente, com a *Maiden Lane II* encerrando suas atividades em fevereiro de 2012. O resultado foi um retorno de aproximadamente US\$2,8 bilhões em lucros ao Tesouro dos EUA, evidenciando a eficácia do programa em proteger o sistema financeiro com custo

fiscal relativamente baixo (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2012).

Em termos operacionais, o portfólio adquirido era composto majoritariamente por *RMBS*, os quais haviam perdido valor de mercado devido à crise. O *Federal Reserve Bank de Nova York* optou por manter os ativos até que sua maturação ou venda fosse mais favorável, demonstrando uma abordagem orientada à preservação de valor e à contenção de volatilidade no sistema financeiro (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2009).

Tabela 7 – *Statements of Financial Condition da Maiden Lane II LLC (2012 e 2011)*.

Maiden Lane II LLC

Statements of Financial Condition

As of December 31, 2012 and 2011

(Amounts in thousands, except par value and share data)

	2012	2011
Assets		
Investments, at fair value (cost of \$0 and \$9,950,604, respectively)	\$ -	\$ 9,104,956
Cash and cash equivalents	60,976	149,155
Principal and interest receivable	1	3,090
Total assets	<u><u>\$ 60,977</u></u>	<u><u>\$ 9,257,201</u></u>
Liabilities and member's equity		
Senior Loan, at fair value	\$ 50,729	\$ 7,921,759
Deferred Purchase Price, at fair value	10,146	1,332,086
Professional fees payable and accrued	102	3,356
Total liabilities	<u><u>\$ 60,977</u></u>	<u><u>\$ 9,257,201</u></u>
Member's equity (\$10 par value, 1 share issued and outstanding)	-	-
Total liabilities and member's equity	<u><u>\$ 60,977</u></u>	<u><u>\$ 9,257,201</u></u>

Fonte: *Federal Reserve Bank de Nova York 2012*

A tabela 7 apresentada, ilustra detalhadamente a evolução da situação financeira da *Maiden Lane II LLC*, uma entidade criada especificamente para lidar com os ativos tóxicos da seguradora *AIG* durante o período mais crítico da crise financeira de 2007-2008. Inicialmente, em 31 de dezembro de 2011, é possível observar que a *Maiden Lane II* possuía um total de ativos que somavam aproximadamente US\$ 9.257.201 bilhões. Desse valor, havia cerca de US\$ 9.104.956 bilhões em *Investments, at fair value*, os quais estavam investidos em ativos financeiros, especificamente em títulos lastreados por *RMBS*.

Além disso, *Cash and cash equivalents*, totalizavam US\$149,155 milhões, e havia um valor adicional de US\$3,090 milhões relativos *Principal and interest receivable*. Em contraste com esse cenário, ao término de 2012, os ativos totais haviam se reduzido drasticamente para cerca de US\$60,977 milhões. Essa diminuição significativa reflete diretamente a estratégia

adotada pelo *New York Fed*, que consistiu na venda gradual dos ativos adquiridos, aproveitando melhores condições de mercado no período pós-crise, resultando na liquidação quase completa do portfólio de investimentos. Na tabela 7, esse novo cenário é evidenciado, como *Investments, at fair value* US\$0, e *Cash and cash equivalents* US\$60.976. Do lado das obrigações financeiras, observa-se uma situação similar. Em 2011, as obrigações totais correspondiam exatamente ao valor dos ativos (US\$9.257.201 bilhões). Desse montante, destacam-se dois grandes componentes: primeiro, um empréstimo principal (*Senior Loan, at fair value*) de US\$7,921,759 bilhões concedido diretamente pelo *New York Fed*, como explicitado no relatório do *FED*¹².

O segundo componente relevante refere-se ao *Deferred Purchase Price, at fair value*, totalizando aproximadamente US\$1.332.086, que representava pagamentos diferidos relacionados à própria *AIG*. No encerramento do exercício de 2012, em consequência direta da liquidação quase integral dos ativos adquiridos, as obrigações também diminuíram de forma expressiva, passando para apenas US\$60,977 milhões no total, dos quais US\$50,729 milhões ainda correspondiam ao empréstimo principal do *New York Fed*, enquanto o *Deferred Purchase Price, at fair value* reduziu-se para US\$10,146 milhões. Essa dinâmica financeira, evidenciada na tabela 7, é fruto direto de uma estratégia cautelosa e bem-sucedida executada pelo *Fed*, que optou por manter e gerenciar os ativos de maneira a maximizar seu valor e minimizar potenciais perdas. Assim o desempenho satisfatório obtido por meio dessa estratégia confirma a eficácia da atuação do banco central como emprestador de última instância, conforme os princípios clássicos defendidos por Walter Bagehot, embora ajustados ao contexto moderno (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2012).

A *Maiden Lane II LLC*, criada em novembro de 2008, foi concebida com o propósito de adquirir títulos lastreados *RMBSS*, que estavam nas subsidiárias da seguradora *AIG*, cujo objetivo central era reduzir a pressão de liquidez sobre a seguradora e evitar a venda forçada desses ativos em um mercado altamente sem liquidez e desorganizado. Após a implementação da estratégia de manutenção dos ativos até que o mercado apresentasse condições mais favoráveis para alienação, o *New York Fed* anunciou, em 28 de fevereiro de 2012, a venda da totalidade dos títulos restantes da carteira da *Maiden Lane II*. A operação foi concluída com êxito, gerando um lucro líquido de aproximadamente US\$2,8 bilhões para os cofres públicos dos Estados Unidos. Esse montante incluiu US\$580 milhões em juros acumulados sobre o

¹² Relatório disponível em:
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/aboutthefed/annual/annual12/AR_ML_II_2012_Financial_Statements.pdf

empréstimo concedido pelo *New York Fed* (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2012). Essa performance reforça a eficácia da estratégia de intervenção adotada pelo *Fed*, que priorizou a estabilização dos mercados sem comprometer o retorno fiscal. A liquidação total da *Maiden Lane II* constitui um exemplo de sucesso de políticas públicas no enfrentamento da crise, com foco na preservação da estabilidade sistêmica e na recuperação do valor de mercado dos ativos deteriorados.

Nesse contexto, após o encerramento exitoso das operações da *Maiden Lane II*, torna-se evidente a necessidade de uma estrutura ainda mais complexa para lidar com ativos financeiros altamente sofisticados e críticos ao funcionamento sistêmico dos mercados globais. Surge, assim, a *Maiden Lane III*, cujo objetivo central foi enfrentar diretamente os desafios apresentados pela exposição da seguradora *AIG* aos contratos de derivativos financeiros, particularmente os *CDS*, cuja liquidação desordenada representava uma ameaça direta à estabilidade financeira mundial.

4.2.3 Maiden Lane III: O resgate dos derivativos da AIG e os credit default swaps

A terceira e mais complexa das estruturas *Maiden Lane* foi criada em 25 de novembro de 2008 para lidar com os contratos de derivativos da *AIG*, especialmente os *CDSs*, através dos quais a seguradora havia garantido ativos estruturados *CDOs* de diversos investidores institucionais. A deterioração desses ativos desencadeou chamadas de margem que a *AIG* não conseguia atender, colocando-a à beira da insolvência (*Congressional Oversight Panel*, 2009). A *Maiden Lane III LLC* recebeu US\$24,3 bilhões do *New York Fed* e US\$5 bilhões da *AIG* como equity. Com esses recursos, a entidade comprou os ativos diretamente dos clientes da seguradora, encerrando os contratos, e eliminando a exposição a chamadas de margem futuras. Essa solução permitiu estabilizar a *AIG* e evitar perdas em cascata no mercado de derivativos (*New York Fed*, 2009). O programa foi alvo de intensos debates, especialmente quanto à decisão de pagar 100% do valor de face dos *CDOs* aos clientes da *AIG*, o que levantou questionamentos sobre o risco moral. Contudo, o *New York Fed* (2012) reportou que a liquidação dos ativos da *Maiden Lane III* resultou em retorno positivo, com lucro de cerca de US\$6,6 bilhões para o Tesouro. A tabela abaixo, com base em dados do *FED* mostram que os ativos foram vendidos progressivamente com ganhos superiores da estimativa inicial.

Tabela 8 – *Statements of Financial Condition da Maiden Lane III LLC (2011-2012)***Maiden Lane III LLC****Statements of Financial Condition**

As of December 31, 2012 and 2011

(Amounts in thousands, except contributed capital data)

	2012	2011
Assets		
Investments, at fair value (cost of \$0 and \$21,882,868, respectively)	\$ -	\$ 17,734,504
Cash and cash equivalents	22,133	54,635
Principal and interest receivable	-	30,688
Total assets	<u><u>\$ 22,133</u></u>	<u><u>\$ 17,819,827</u></u>
Liabilities and members' equity		
Senior Loan, at fair value	\$ 14,780	\$ 11,467,363
Equity Contribution, at fair value	7,280	6,349,940
Professional fees payable and accrued	73	2,524
Total liabilities	<u><u>\$ 22,133</u></u>	<u><u>\$ 17,819,827</u></u>
Members' equity (\$100 contributed capital)	-	-
Total liabilities and members' equity	<u><u>\$ 22,133</u></u>	<u><u>\$ 17,819,827</u></u>

Fonte: Federal Reserve Board New York, 2012.

A tabela 8 detalha a evolução da situação financeira da *Maiden Lane III LLC* entre os anos de 2011 e 2012 demonstra a liquidação completa de seus ativos, com a consequente redução de passivos e encerramento das operações. Em 31 de dezembro de 2011, os ativos totais da entidade somavam aproximadamente US\$17,82 bilhões, dos quais US\$17,73 bilhões estavam investidos em ativos financeiros diversos, que em maioria eram *CDOs* adquiridos da *AIG*, além de US\$54,6 milhões em caixa e equivalentes e US\$ 30,6 milhões em valores a receber de juros e principal.

Por outro lado, em 2012, podemos verificar a liquidação integral do portfólio de investimentos, refletida pela ausência de ativos financeiros (US\$0) e pela presença de apenas US\$22,1 milhões em caixa, compondo a totalidade do ativo no encerramento do exercício. Do lado do passivo, em 2011 a *Maiden Lane III* mantinha US\$17,82 bilhões em obrigações, compostas por um empréstimo principal ("Senior Loan") de US\$11,47 bilhões — concedido pelo *New York FED* — e uma contribuição de capital de US\$6,35 bilhões oriunda da *AIG*, acrescidas de encargos profissionais a pagar. Em 2012, tais valores foram drasticamente reduzidos para US\$14,78 milhões e US\$7,28 milhões, respectivamente, denotando a quitação quase integral das obrigações assumidas com as partes financiadoras. Essa trajetória reflete a estratégia do *Fed* de gerir os ativos adquiridos até que o mercado apresentasse condições favoráveis à sua alienação, maximizando o retorno da operação e minimizando perdas ao erário. O desempenho financeiro da *Maiden Lane III* — que culminou em um retorno líquido positivo de aproximadamente US\$ 6,6 bilhões (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2012) — sendo frequentemente citado como um exemplo de sucesso na atuação do banco central como

emprestador de última instância, nos moldes da Regra de Bagehot (Bagehot, 1873), mas com as adaptações exigidas pelo contexto moderno de intermediação financeira e risco sistêmico.

A *Maiden Lane III LLC* foi estabelecida em novembro de 2008 com a missão de adquirir *CDOs* garantidos por *CDSs* emitidos pela *AIG*, cuja deterioração acelerada comprometia a solvência da seguradora. Através da aquisição direta desses ativos dos credores da companhia, o programa eliminou a exposição da empresa a chamadas de margem, interrompendo uma potencial reação em cadeia no mercado de derivativos. Em 23 de agosto de 2012, *New York FED* comunicou a venda integral dos títulos restantes da carteira da *Maiden Lane III*, cuja operação foi finalizada, com lucro líquido sendo aproximadamente US\$737 milhões provenientes de juros sobre o empréstimo do *Fed*, beneficiando diretamente o público americano (*Federal Reserve Bank de Nova York*, 2012).

De acordo com o *New York Fed*, (2012), a gestão estratégica dos ativos evitou uma liquidação apressada em mercados voláteis, maximizando os retornos e reduzindo riscos sistêmicos. A experiência da *Maiden Lane III* é um exemplo de intervenção bem-sucedida, fundamentada na lógica de resgate com retorno fiscal, alinhando-se à tradição da Regra de Bagehot, ainda que adaptada ao contexto contemporâneo, no qual a simples injeção de liquidez se mostrou insuficiente frente à complexidade dos ativos envolvidos. Em vez disso, o *Fed* recorreu à aquisição direta de instrumentos financeiros ilíquidos por meio de *SPVs*, reforçando sua atuação como emprestador de última instância em cenários extremos.

Essa prática revela um amadurecimento institucional na gestão de crises, no qual os princípios clássicos da política monetária se articulam com inovações regulatórias e operacionais. Para compreensão dos fundamentos que resultaram nessas estratégias, e os debates em torno de sua eficácia, podemos analisar os principais referenciais teóricos que sustentam a atuação dos bancos centrais em contextos de instabilidade. Nesse sentido, a próxima seção analisa as contribuições de Bagehot, Hyman Minsky e John Maynard Keynes, bem como os avanços na regulação macroprudencial, oferecendo o arcabouço conceitual indispensável para interpretar a lógica e os limites dos programas *Maiden Lane*.

4.3 Fundamentos Teóricos e Arquitetura das Políticas Macroprudenciais: Bagehot, Minsky, Keynes e a Regulação Macroprudencial

Os três programas *Maiden Lane (I, II e III)* ilustram uma estratégia inovadora de intervenção estatal, baseada na criação de *SPVs* para a segregação e gerenciamento de ativos deteriorados, garantindo liquidez, continuidade de serviços críticos e estabilidade do sistema financeiro. Essas operações permitiram que o *FED* atuasse de forma incisiva, mas com estrutura jurídica e financeira que minimizasse riscos fiscais. Apesar de críticas quanto ao risco moral e à generosidade dos termos aplicados a algumas instituições, os dados demonstram que as operações geraram retorno financeiro positivo ao Tesouro norte-americano. A eficácia dos programas pode ser observada nos retornos líquidos obtidos: a *Maiden Lane I*, com o resgate da *Bear Stearns*, foi liquidada com saldo positivo; a *Maiden Lane II*, ao absorver ativos da *AIG*, gerou lucro de aproximadamente US\$ 2,8 bilhões; e a *Maiden Lane III*, voltada aos derivativos complexos, obteve lucro superior a US\$ 6,6 bilhões (*Federal Reserve Bank of New York, 2012*). Esses resultados fortalecem o argumento de que intervenções emergenciais estruturadas com critério técnico, planejamento estratégico e governança adequada podem evitar colapsos sistêmicos e, ao mesmo tempo, preservar os recursos públicos.

Tabela 9: Financial Overview of the Facilities

Maiden Lane Facilities as of 1/31/2019 (US\$ milhões)						
	Saldo original do empréstimo sênior FRBNY	Juros atuais acumulados sobre empréstimo sênior	Pagamentos cumulativos para FRBNY	Saldo atual pendente do empréstimo sênior com juros acumulados	H.4.1 Valor Justo das Participações em Carteira	Lucro líquido realizado/Renda para FRBNY
Maiden Lane LLC	\$28.820	-	\$31.305	-	-	\$2.486
Maiden Lane II LLC	\$19.494	-	\$22.394	-	-	\$2.900
Maiden Lane III LLC	\$24.339	-	\$30.989	-	-	\$6.650

Fonte: **Federal Reserve Board H.4.1**, Federal Reserve Bank of New York. Traduzido pelo autor

Nota: os dados refletem o saldo devedor do principal do empréstimo sênior do *FRBNY* para cada uma das *LLCs* e não incluem juros acumulados. O gráfico era atualizado semanalmente durante o pagamento dos empréstimos sênior do *FED*.

A tabela 9, resume o desempenho financeiro dos três programas *Maiden Lane* até janeiro de 2019. Os dados refletem o valor original do empréstimo sênior concedido pelo *New York FED* para cada *LLC*, os pagamentos cumulativos recebidos e o lucro líquido gerado. A ausência

de saldo pendente demonstra que todos os empréstimos foram quitados integralmente. No caso da *Maiden Lane I*, por exemplo, o *New York FED* recebeu US\$31,3 bilhões em pagamentos contra um empréstimo original de US\$28,8 bilhões, resultando em lucro de US\$2,5 bilhões. A *Maiden Lane II* superou os valores recebidos com um retorno de US\$2,9 bilhões, enquanto a *Maiden Lane III*, focada na absorção de derivativos da *AIG*, foi responsável pelo maior resultado positivo, com US\$ 6,65 bilhões. Esses dados reforçam a tese de que medidas emergenciais bem arquitetadas não apenas mitigam crises sistêmicas, como também podem gerar retornos líquidos substanciais para o erário. As lições desses programas são centrais para o desenho de estruturas futuras de resposta a crises. O uso de *SPVs* mostrou-se um mecanismo eficaz de contenção de riscos, especialmente em um sistema financeiro globalizado, interdependente e altamente alavancado. Além disso, o controle e a liquidação gradual dos ativos permitiram ganhos expressivos, reafirmando que políticas públicas de estabilização, se bem conduzidas, podem combinar objetivos de resgate institucional com responsabilidade fiscal e disciplina de mercado.

As experiências dos programas *Maiden Lane* reafirmam a importância de fundamentos teóricos clássicos e contemporâneos na formulação de respostas eficazes a crises financeiras. Walter Bagehot (1873), em sua obra *Lombard Street: A Description of the Money Market*, delineou as diretrizes centrais para o papel do banco central como emprestador de última instância: fornecer liquidez a instituições solventes, contra garantias robustas e cobrando juros punitivos. Segundo Anderson (2009), essa orientação teve forte influência na atuação do *Fed* durante a crise de 2007-2008, ainda que com adaptações pragmáticas diante da gravidade sistêmica do contexto. A aplicação desses princípios na *Maiden Lane I*, ao apoiar a aquisição da *Bear Stearns*, refletiu a tentativa de preservar a estabilidade dos mercados sem recorrer a socorros irrestritos. No entanto, o pagamento integral dos contratos de *CDS* na *Maiden Lane III*, por exemplo, levantou críticas quanto à possível violação do espírito bagehotiano e à criação de incentivos ao risco moral (congressional oversight panel, 2009).

De forma complementar, a Hipótese da Fragilidade Financeira de Hyman Minsky, desenvolvida nos anos 1980 e sistematizada em *Stabilizing an Unstable Economy* (Minsky, 2008), fornece um arcabouço analítico indispensável para compreender a escalada da alavancagem, o aumento da interdependência entre instituições e a irrupção de crises como fenômenos endógenos ao capitalismo financeiro. Minsky parte da leitura de Keynes sobre incerteza radical e comportamento especulativo (Keynes, 1936) e elabora três regimes de financiamento — *hedge, especulativo e Ponzi* — que se alternam ao longo do ciclo financeiro. Em momentos de estabilidade, conforme Minsky (1980), as organizações elevam seu grau de

endividamento, convencidas de que a estabilidade do passado assegura um futuro seguro, que de certa forma, semeia a próxima instabilidade. Podemos observar isso na formação de bolhas no mercado de ativos estruturados antes da crise de 2007, cujos colapsos exigiram a criação das *SPVs*, *Maiden Lane II e III* como mecanismos de contenção.

John Maynard Keynes, por sua vez, em *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1936), argumentava que a economia capitalista está sujeita à instabilidade por conta da incerteza fundamental — a impossibilidade de previsão objetiva sobre o futuro. Para Keynes, a confiança ("animal spirits") influencia decisões de investimento e consumo. Em tempos de colapso da confiança, o Estado deve assumir papel ativo, especialmente via política monetária e estímulos diretos. Como destaca Davidson (2002), a existência de incertezas não mensuráveis em termos probabilísticos legitima a atuação do Estado na sustentação da liquidez e no estímulo à demanda agregada. Essas contribuições teóricas legitimam a adoção de mecanismos extraordinários de política monetária e gestão de ativos como os programas *Maiden Lane*, que representaram formas inovadoras de estabilização em um ambiente de falência iminente de instituições sistêmicas. A partir da década de 2000, essas ações também se alinharam às diretrizes da regulação macroprudencial, que enfatiza a importância de políticas anticíclicas, requerimentos de capital contracíclicos e contenção do risco sistêmico.

Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2011), a política macroprudencial objetiva limitar o risco sistêmico, cuja disfunção generalizada no sistema financeiro impacta a economia como um todo. A atuação do Federal Reserve durante a crise foi compatível com os pilares da abordagem macroprudencial delineada pelo FMI, que envolve:

- (i) foco na estabilidade do sistema como um todo;
- (ii) ênfase nos ciclos financeiros; e
- (iii) consideração das interconexões entre instituições e mercados.

A estratégia do *Fed*, ao criar *SPVs* fora de seu balanço e com governança clara, buscou limitar externalidades negativas e administrar riscos de maneira transparente, em sintonia com o objetivo macroprudencial de mitigar a propagação de choques e preservar o funcionamento dos mercados financeiros (FMI, 2011).

Por fim, a arquitetura dos programas *Maiden Lane* revela um aprendizado institucional relevante: a estabilidade financeira requer não apenas respostas emergenciais, mas também uma estrutura regulatória capaz de antever riscos, disciplinar o mercado e preservar a confiança. No capítulo seguinte, serão retomados os principais achados desta investigação, avaliando os limites, virtudes e lições dos mecanismos de resgate analisados, com foco especial na intersecção entre teoria econômica, política monetária e estabilidade sistêmica. Desse modo,

no próximo capítulo, será realizada uma síntese do presente trabalho, retomada dos objetivos, além das considerações sobre Proer, Proes, *Maiden Lane*, análise comparativa dos programas de resgate no Brasil e EUA, e a importância da regulação macroprudencial em uma economia capitalista.

Capítulo 5 – Considerações Finais

No capítulo final deste trabalho, busca-se consolidar os principais insights obtidos ao longo do estudo, refletindo sobre os efeitos das intervenções governamentais nos sistemas bancários do Brasil e dos Estados Unidos, enfatizando a importância da regulação macroprudencial na promoção da estabilidade financeira e na prevenção de crises futuras. Além disso, serão discutidas as implicações de longo prazo dessas políticas, destacando as lições aprendidas e os desafios ainda presentes.

Deste modo, o objetivo central deste estudo foi avaliar de que modo os programas de resgate bancário implementados pelo Brasil, através do PROER e do PROES, e pelos Estados Unidos, com os veículos *Maiden Lane*, contribuíram para mitigar o impacto das crises financeiras de 1998 e 2008, respectivamente, e como essas ações estão relacionadas às estratégias de regulação macroprudencial. Para tal, realizou-se uma análise comparativa que levou em consideração os mecanismos utilizados, os resultados de curto e longo prazos, e os efeitos sobre o comportamento das instituições financeiras. As análises realizadas neste estudo indicam que todos os objetivos específicos foram atingidos. Foi possível contextualizar as crises bancária de 1998 no Brasil e financeira de 2008 nos Estados Unidos, identificando os fatores estruturais que contribuíram para suas eclosões e destacando as diferenças essenciais entre os sistemas bancários e econômicos de ambos os países. Além disso, a avaliação dos programas PROER, PROES e dos veículos *Maiden Lane* demonstrou a eficácia dessas intervenções na contenção das crises e na estabilização do sistema financeiro, tanto no Brasil quanto nos EUA. A comparação dos impactos de longo prazo revelou efeitos positivos na recuperação econômica, embora persistam desafios relacionados à governança e à estrutura institucional. Os programas brasileiros, destacaram-se pelo foco na reestruturação das instituições bancárias, com uma combinação de recapitalizações, vendas de ativos problemáticos e maior disciplina de mercado. Esses programas foram capazes de evitar o colapso sistêmico, restringindo o impacto imediato da crise de 1998 na economia brasileira. Contudo, sua implementação também revelou vulnerabilidades remanescentes, tais como fragilidades na governança regulatória e na inclusão financeira, especialmente nas regiões menos desenvolvidas, que foram parcialmente prejudicadas pela retração do papel do Estado no setor bancário. Esses fatores reforçam a importância de uma abordagem que combine regulação macroprudencial com políticas públicas de desenvolvimento regional.

Por sua vez, os veículos *Maiden Lane*, criados pelo Fed durante a crise de 2008, apresentaram uma estratégia bastante diferente, centrada na gestão de ativos tóxicos e na

disponibilização de liquidez ao sistema financeiro internacional. Os veículos *off-balance sheet* permitiram isolar efeitos tóxicos de alguns ativos e evitar o contágio do colapso a partir de instituições específicas. Essas medidas ajudaram a restabelecer a confiança no mercado, mas também abriram espaço para debates sobre o risco moral, uma vez que alguns bancos e instituições financeiras passaram a esperar intervenções futuras do governo, o que poderia incentivar comportamentos mais arriscados. A análise comparativa revela que, apesar da eficácia imediata dessas intervenções, há efeitos de longo prazo que merecem atenção. No Brasil, a resposta contribuiu para fortalecer a regulação e a supervisão, porém de modo que nem sempre evitou a repetição de vulnerabilidades sistêmicas. Nos EUA, os mecanismos utilizados reforçaram a importância de uma supervisão mais complexa e de políticas de gestão de risco mais restritivas, mas também evidenciaram o dilema do risco moral, devido à moral *hazard* decorrente de garantias públicas.

Diante desses episódios, fica evidente que a evolução da regulação financeira, com abordagem macroprudencial, foi fundamental para aprimorar a resiliência do sistema financeiro. A regulação macroprudencial visa não apenas à solvência individual das instituições, mas, sobretudo, à estabilidade do sistema como um todo, por meio do monitoramento de riscos agregados e da implementação de medidas que possam atenuar externalidades negativas. Segundo o BIS (*Bank for International Settlements*, 2011), a implementação de buffers regulatórios, limites ao crescimento de crédito e avaliações contínuas da vulnerabilidade do setor bancário são estratégias essenciais para evitar crises cujas causas estejam além do controle de uma única instituição.

Entretanto, o estudo também aponta que, apesar dos avanços regulatórios, ainda há lacunas importantes. A capacidade preditiva das ferramentas de monitoramento de risco precisa ser aprimorada, com maior uso de indicadores qualitativos, inteligência de mercado e análises de cenários futuros. Além disso, a implementação de uma regulação que ajuste suas ações de forma prudente e proporcional às circunstâncias é fundamental para evitar efeitos colaterais não intencionais, como o risco moral incentivado por garantias e socorros governamentais. Um aspecto importante analisado foi o risco moral associado às intervenções governamentais, sendo que quando o Estado intervém para resgatar bancos ou ativos problemáticos, cria um ambiente onde as instituições podem adotar comportamentos financeiros mais arriscados, confiando que o apoio estatal será acionado em situações de crise, fenômeno este, conhecido como moral *hazard*. Conforme destaque de Minsky (1986), esse comportamento pode ampliar as vulnerabilidades sistêmicas, tornando o sistema financeiro mais frágil a longo prazo.

No contexto brasileiro, embora programas como o PROER tenham contribuído para

estabilizar o sistema, há indícios de que a expectativa de suporte estatal pode ter incentivado práticas mais arriscadas por parte de alguns bancos. Nos EUA, o uso de veículos como *Maiden Lane* gerou debates semelhantes, levantando a questão de como equilibrar a necessidade de resgate emergencial com a prevenção do risco moral que pode ser perpetuado por garantias públicas. Para mitigar esse problema, torna-se imperativo desenhar políticas regulatórias que não apenas intervenham em momentos de crise, mas também promovam responsabilidade e disciplina no mercado financeiro. Isso envolve fortalecer os mecanismos de supervisão, estabelecer regras mais rígidas para o capital próprio das instituições e criar incentivos para uma gestão de risco mais eficaz.

Após os episódios de 1998 e 2008, observou-se uma significativa evolução na regulação financeira nacional e global. Organizações internacionais, como o FMI e o BIS, desenvolveram novos quadros de supervisão que enfatizam a gestão de riscos macroprudenciais, além de recomendações mais robustas para a formação de buffers de capital e liquidez. A adoção de mecanismos como o Basel III trouxe maior resiliência aos bancos, reforçando sua capacidade de absorver choques financeiros. No Brasil, o aperfeiçoamento do arcabouço regulatório envolve a implementação de diretrizes mais sofisticadas de regulação prudencial, fortalecimento da supervisão do Banco Central e a incorporação de avaliações de risco sistêmico. Apesar do avanço, permanece a necessidade de uma atuação mais proativa, com supervisão baseada em análises preditivas e políticas de prevenção que possam antecipar crises, em consonância com as recomendações do FMI e de outras entidades reguladoras internacionais.

Conforme os dados analisados, ambos os mecanismos desempenharam papel crucial na resposta às crises, atuando como instrumentos de regulação macroprudencial ao fornecer condições de estabilização do sistema financeiro. Entretanto, enquanto os programas brasileiros focaram na reestruturação e recapitalização do setor bancário, os veículos americanos tiveram uma abordagem mais sofisticada, envolvendo gestão de ativos e garantias de liquidez. Apesar da eficácia na contenção das crises, ambos apresentaram efeitos de longo prazo que sugerem a necessidade de aprimorar as políticas de regulação para mitigar riscos morais e evitar vulnerabilidades sistêmicas futuras.

Conclui-se que a combinação de respostas emergenciais eficazes e de uma regulação macroprudencial contínua e dinâmica é essencial para promover a resiliência do sistema financeiro, prevenindo e mitigando o impacto de futuras crises.

Desse modo, os programas de resgate bancário do Brasil e dos EUA mostraram-se instrumentos essenciais para conter crises financeiras e estabilizar o sistema. Contudo, sua

eficácia de curto prazo não deve mascarar os riscos de efeitos adversos de longo prazo, como o aumento do risco moral e a fragilização estrutural do setor financeiro. A experiência internacional evidencia que a regulação macroprudencial, combinada com uma supervisão rigorosa e mecanismos de responsabilização, é fundamental para criar um ambiente financeiro mais seguro e resistente. Assim, fica claro que a construção de um sistema financeiro sólido é um processo contínuo, que exige atualização constante das políticas regulatórias, aprimoramento das ferramentas de avaliação de risco e uma gestão responsável por parte das instituições financeiras. Por outro lado, será possível equilibrar a necessidade de estabilidade com o incentivo à inovação e ao desenvolvimento econômico sustentável, prevenindo futuras crises e promovendo uma economia mais forte e resiliente.

Referências Bibliográficas

- ANDERSON, Richard. Bagehot on the Financial Crises of 1825... and 2008. **Monetary Trends**, n. Feb, 2009.
- ANDERSON, Richard G. et al. A closer look: assistance programs in the wake of the crisis. **Federal Reserve Bank of St. Louis Regional Economist**, p. 4-10, 2011.
- BAGEHOT, Walter. Lombard Street: **A Description of the Money Market**. Londres: Henry S. King & Co., 1873.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira**: v. 23, n. 1, abril 2024. Brasília: Banco Central do Brasil, 2024. ISSN 2176-8102.4. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/ref/202404/RELESTAB202404-refPub.pdf>. Acesso em: 31 maio 2025.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. Banco nacional: jogo de Ponzi, PROER e FCVS. **Revista Brasileira de Economia Política**, v. 28, p. 97-115, 2008.
- BARBOSA, Flávia Félix. As transformações do setor bancário sob a égide do Plano Real. **Revista Iniciativa Econômica-ISSN: 2358-5951**, v. 3, n. 1, 2017.
- BASEL III, B. I. S. A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.(2011). **Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, Basel**. ISBN print, p. 92-9131.
- BERNANKE, Ben S. The effects of the great recession on central bank doctrine and practice. **The BE Journal of Macroeconomics**, v. 12, n. 3, 2012.
- BERNANKE, Ben S. **The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath**. New York: W. W. Norton & Company, 2015.
- BOARD, Financial Stability et al. Macroprudential policy tools and frameworks: Progress report to G20. **BIS, Basel**, 2011.
- BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Analizando a crise do subprime**. 2008.
- BRANDÃO, Rafael Vaz da Motta. O Proes e a privatização dos bancos estaduais: o caso do Banco do Estado do Rio de Janeiro. **Texto apresentado ao Polis**. Niterói, 2009.
- BRASIL. **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. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 31 dez. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 16 abr. 2025.
- BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.208, de 26 de novembro de 1995**. Dispõe sobre o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1995/pdf/res_2208_v1_O.pdf. Acesso em: 6 jun. 2025.
- BRASIL. **Medida Provisória nº 1.514, de 4 de setembro de 1996**. Estabelece mecanismos

objetivando incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária, dispõe sobre a privatização de instituições financeiras e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 5 set. 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/antigas/1514.htm. Acesso em: 6 jun. 2025.

BRASIL. Lei nº 9.710, de 19 de novembro de 1998. Dispõe sobre medidas de fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional e dá outras providências. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 20 nov. 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19710.htm. Acesso em: 6 jun. 2025.

BRASIL. Circular nº 3.105, de 5 de abril de 2002. Institui o Redesconto do Banco Central, aprova seu regulamento e consolida suas normas. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 8 abr. 2002. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=CIRC&ano=2002&numero=3105>. Acesso em: 11 jun. 2025.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar as relações do Banco Central do Brasil com o sistema financeiro privado (CPI-PROER). Relatório final. Relator: Alberto Goldman. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2002.

BRASIL. Resolução BCB nº 234, de 30 de janeiro de 2023. Dispõe sobre as regras e os procedimentos para a realização de operações de redesconto e empréstimo com instituições financeiras. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 1 fev. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenformativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=234>. Acesso em: 15 jun. 2025.

CARVALHO, Fernando José Cardim. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. **Regulação financeira e bancária. São Paulo:** Atlas, 2005.

CARVALHO, Carlos Eduardo; OLIVEIRA, Giuliano Contento de. Fragilização de grandes bancos no início do Plano Real. **Nova Economia**, v. 12, n. 1, p. 69-84, 2002.

CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: os objetivos e o discurso do governo e dos banqueiros. **Nova Economia**, v. 17, p. 395-425, 2007.

CORAZZA, Gentil. **Crise e reestruturação bancária no Brasil.** Porto Alegre: UFRS, 2000.

CROUHY, Michel G.; JARROW, Robert A.; TURNBULL, Stuart M. The subprime credit crisis of 2007. **The Journal of Derivatives**, v. 16, n. 1, p. 81-110, 2008.

DAVIDSON, Paul. **Financial Markets, Money and the Real World.** Cheltenham: Edward Elgar, 2002

DIAMOND, Douglas W.; DYBVIG, Philip H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. **Journal of political economy**, v. 91, n. 3, p. 401-419, 1983.

DYMSKI, Gary. The Global Financial Crisis and the Prospects for Global Governance. **Journal of Economic Issues**, 2009.

- FAMA, Eugene F. Efficient capital markets. **Journal of finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK. **Maiden Lane Transactions Reports: Financial statements of Maiden Lane I, II, and III vehicles**. New York, 2008–2012. Available at: <https://www.newyorkfed.org/markets/maidenlane>. Accessed on: May 14, 2025.
- FRIEDMAN, Milton et al. **Dinheiro e ciclos de negócios**. Bobbs-Merrill Company, Divisão Universitária, 1963.
- GOODHART, Charles. **The evolution of central banks**. MIT press, 1988.
- GORTON, Gary B. **The panic of 2007**. National Bureau of Economic Research, 2008.
- Gorton, Gary, and Andrew Metrick. Bank Securitization and the Repurchase Rush. **Journal of Financial Economics** 104.3 (2012): 425–451.
- HERMANN, Jennifer. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Economia e Sociedade**, v. 19, p. 257-290, 2010.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Macroprudential policy: an organizing framework**. IMF Policy Paper. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>. Accessed on: 21 June 2025.
- JUNIOR, Cleofas Salviano. **Bancos estaduais: dos problemas crônicos ao PROES**. Banco Central do Brasil, 2004.
- KEYNES, John Maynard. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: **Nova Cultural**, 1996. (Os Economistas).
- KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. Manias, Pânicos e Crises: Uma História das Crises Financeiras. 6. ed. São Paulo. **Saraiva**, 2012.
- LUNDBERG, Eduardo. Saneamento do sistema financeiro—A experiência brasileira dos últimos 25 anos. **Intervenção e liquidação extrajudicial no sistema financeiro nacional—25 anos da Lei**, v. 6, n. 74, p. 53-70, 1999.
- MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação bancária no Brasil: o caso do Proffer. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, v. 38, 2003.
- MINSKY, Hyman P. Capitalist financial processes and the instability of capitalism. **Journal of Economic Issues**, v. 14, n. 2, p. 505–523, jun. 1980.
- MINSKY, Hyman P. Debt deflation processes in today's institutional environment. **PSL Quarterly Review**, v. 35, n. 143, 1982.
- MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. São Paulo: Novo Século, 2010.
- MISHKIN, Frederic S. **The economics of money, banking, and financial markets**. Pearson education, 2007.
- MISHKIN, Frederic S. Central banking after the crisis. **Series on Central Banking Analysis**

and Economic Policies no. 19, 2014.

PANEL, Congressional Oversight. Congressional Oversight Panel. **Retrieved December, 2009.**

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. 9. ed. São Paulo: **Atlas**, 2019.

PUGA, Fernando Pimentel. Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, 1999.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. **This time is different: Eight centuries of financial folly**. Princeton University Press, 2009.

SIQUEIRA, Francisco José. Instituições financeiras: regimes especiais no Direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, v. 12, p. 44-71, 2001.

SZMIT, Rafael. **A Ameaça de Crise Sistêmica em 1995 e o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional - PROER**. 1999.

VASCONCELOS, Daniel de Santana. **Regulação bancária, liquidez e crise financeira: uma análise da proposta de regulação de liquidez em Basileia III**. Tese (Doutorado em Economia): Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2014.

VIDOTTO, Carlos Augusto. **O Sistema Financeiro Brasileiro e a Crise dos Anos 90**. São Paulo: Annablume, 2000.

VIDOTTO, Carlos Augusto. O PROER no Centro da Reestruturação Bancária Brasileira dos Anos Noventa. **Universidade Estadual de Campinas**, 2005.

VIEIRA, Sergio Arnor. O processo de privatização dos bancos estaduais e o Proes. **Pensar Contábil**, v. 9, n. 37, 2007.