

## **O Estado e as finanças: uma proposta de interpretação sobre a “ascensão” da regulação**

Elson Rodrigo de Souza-Santos<sup>1</sup>

### **Sessão de Comunicações**

#### **ÁREA - 5. Dinheiro, Finanças internacionais e Crescimento**

#### **SUB-ÁREA - 5.3. Um novo sistema monetário internacional**

### **Resumo**

O trabalho reexamina o papel do estado e regulação nos mercados financeiros após a crise (2007-10). Na prática, a regulação e o estado possuem a função de assegurar maior estabilidade, suporte aos produtos e serviços financeiros e a expansão do setor da economia contemporânea. A tese contida no trabalho é que a instabilidade e crise financeira não são acidentes, mas sim um efeito colateral da política e teoria de liberalização e desregulamentação (ou desrepressão) financeira. Assim a estrutura de regulação e intervenção do estado assume a responsabilidade de corrigir falhas de mercado, estabelecer as regras e normas e cooperação. A crise financeira (2007-10) e discussão sobre a ascensão da regulação refletem uma defesa política e teórica do *status quo*, sem propor ou cogitar uma quebra estrutural. Para explorar a tese é examinada a experiência norte-americana de transformação regulatória, enfatizando as discussões presentes na Lei Dodd-Frank (2010). A análise do artigo investiga o nexos entre a dependência do setor financeiro da economia norte-americana em relação a defesa do atual modelo teórico e político de regulação.

**Palavras-chave:** Estado. Regulação. Finanças. Crise. Lei Dodd-Frank

**JEL:** P1; G1; E44

### **The state and finance: a proposed interpretation of the "rise" of regulation**

### **Abstract**

This paper reexamines the role of the state and regulation in financial markets after the crisis of 2007-10. In practice, regulations and state ensure more stability, support financial service and products, and expansion the role financial sector in contemporary economy. The thesis work is that the instability and financial crisis were not accidents but collateral effect of financial market political and theory based liberalization and deregulation (or desrepression). Thus the regulation structure and state intervention became responsible for correcting market fall, cooperation and interaction rules. The financial crisis (2007-10) and regulatory discussions reflect the defense of current political and desrepression theory without change *status quo* or propose structural break. It then examines of United States experience of regulatory transformation emphasis the discussions about Dodd-Frank Act (2010). The analyses of this paper investigate about American Capitalism dependence in relation of financial prominences (or financed-led model) interferes with the scope and defense of actual financial regulation style.

**Palavras-chave:** State. Regulation. Finance. Crisis. Dodd-Frank Act

---

<sup>1</sup>Doutorando em Economia do Desenvolvimento pela Universidade de São Paulo – USP, Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná – UFPR. E-mail: [elson129@gmail.com](mailto:elson129@gmail.com) ou [elson129@usp.br](mailto:elson129@usp.br)

## 1 Introdução

A Crise (2007-10) emergiu como um fato novo, devido a extensão, implicações e ter ocorrido no centro do capitalismo e finanças globais, os Estados Unidos, com repercussões agudas internas e externas. Ao mesmo tempo em que revelou a volatilidade das finanças favorecida pela política de juros baixos, ampliação e facilitação do crédito, permissividade a especulação e descolamento com economia real. O ambiente tornou-se propício a comportamentos de maiores riscos individuais e sistêmicos, fomentando a especulação fazendo uso de inovações financeiras como derivativos e securitização. A volatilidade e os problemas na regulação norte-americana eram conhecidos, oriundos da incapacidade da estrutura se adequar as transformações do setor, refletidas na confusão entre jurisdição e atribuições dos órgãos, imprecisão da legislação e definições. Nas críticas denominado como uma “*regulation failure*” (ver STIGLITZ, 2009; LEVINE, 2012) devido a regulação não ter cumprido o papel de corrigir falhas, reduzir riscos e isolar distúrbios para proteger o sistema financeiro e economia real.

O ambiente atual resultado de uma longa história da regulação ao longo século XX, fundamentais para fornecer a estrutura para expansão financeira, catalisando o suporte ao setor real com elevação do consumo, investimento e gastos do governo. Nos Estados Unidos, o marco da ascensão regulatória ocorreu através da reforma financeira dos anos 1930s, orbitada pela Lei Glass-Steagall (1933), que aglutinou forças para imposição de restrições para reconstrução do setor com estabilidade e melhor servir a economia real. Porém, a inadequação do modelo foi verificada a partir de meados dos anos 1950s e 1960s, serviu como motivação para lenta abertura com a liberalização & desregulamentação. O movimento baseado nas ideias seminais de McKinnon (1973); Shaw (1973) em colocar o estado como responsável pela correção de falhas, minimização as distorções e freios para desenvolvimento setorial, incluindo o reforço da regulação prudencial. Na origem, a desrepressão incorporou a justificativa da intervenção e regulação como forma de atingir um ótimo social e reduzir falhas de mercado, presente nas contribuições de Ronald Coase (1960) e George Stigler (1971). Os avanços posteriores passaram a enfatizar os elementos não mercados, tais como estrutura legal, defesa dos direitos de propriedade e transparência (DJANKOV *et al.*, 2008), como forma do Estado impulsionar o desenvolvimento do setor financeiro, principalmente para países em emergentes (GLAESER *et al.*, 2001). Esta concepção teórica orientou as reformas e intervenções no mercado financeiro, seja em países desenvolvidos ou em desenvolvimento.

A tese do trabalho é que a instabilidade e crise financeira não foram acidentes, mas parte da filosofia de desrepressão, sustentação da valorização dos ativos para suportar a expansão do setor financeiro. A proposta consiste em mostrar que a proposta de regulação pressupõe uma liberdade que vai de encontro a necessidades de sustentação do regime de crescimento baseado na predominância das finanças. A perspectiva verificada no diagnóstico da origem da crise, estratégia de enfrentamento e proposta de regulação com base na defesa do *status quo*. A discussão teórica e política predominante não se baseiam em como desconstruir o arranjo, mas em como proporcionar alguma estabilidade e respostas adequadas frente as bolhas especulativas, distúrbios e potenciais efeitos deletérios sobre as finanças e economia real. As ações buscam de certa forma manter a viabilidade e enraizamento da financeirização da economia, devido aos benefícios de maior crédito, consumo, capacidade de investimento das firmas e governo (CORIAT, 2010; CHESNAIS, 2002).

A investigação possui como tema a construção da relação entre estado e finanças, enfatizando a experiência norte-americana e o episódio da Crise (2007-10). A estratégia de exposição da pesquisa considera inicialmente a ascensão e transformação da regulamentação e intervenção estatal, interagindo as contribuições teóricas e históricas. O segundo ponto aborda a proposta de reformas regulatórias baseadas no modelo de desrepressão, incorporadas com sucesso na transformação e abertura de caminho para financeirização da economia norte-americana. O terceiro apresenta o episódio da Crise (2007-10) destacando o diagnóstico da origem, a politização da reforma Dodd-Frank (2010) e os resultados de ajuste pós-reforma. O quarto e último propõe estabelecer um *nexus* a governança do setor financeiro e financeirização.

## **2 Desenvolvimento financeiro as políticas de regulatórias**

A proposta desta seção é explorar os antecedentes da ascensão da regulação e impactos sobre o desenvolvimento financeiro. Os pontos de destaque se baseiam em dois pontos. O primeiro que a regulação e intervenção estatal nasceram como uma necessidade da sociedade norte-americana, fortalecida a partir do fim do século XIX e acentuada durante a Grande depressão dos anos 1930s. O segundo que o setor financeiro acompanhou o movimento geral, mas demandando o estado como uma necessidade para reconstrução e aceleração da expansão.

## 2.1 Ascensão da regulação

A regulação e intervenção estatal se tornaram fundamentais na organização da sociedade e economia contemporâneas, devido ao poder persuasão do Estado para reduzir a desordem, impulsionar a cooperação para crescimento, maior renda e ambiente propício ao desenvolvimento. As justificativas são condensadas em dois pontos. O primeiro a existência de falhas de mercados originadas das externalidades presentes na complexidade e escala das relações sociais e econômicas. O segundo que o Estado é responsável por estabelecer normas e regras para corrigir as falhas de mercado, coibindo o desequilíbrio e elevando o bem-estar social (SHLEIFER, 2005). A regulação implica na construção de mecanismos de resolução de problemas, viabilização de negociações, incentivo a cooperação e restrição as ações individuais que prejudiquem a sociedade.

Nos Estados Unidos, a ascensão da regulação foi acompanhada pela necessidade da construção de uma economia moderna, acentuada pela aceleração da industrialização, modernização e recuperação da Guerra de Secessão (1861-65). Como forma de contrabalançar a formação de centros de poder privados através de monopólio, carteis e megacorporações capazes de distorcer o mercado e criar externalidades, comandados pelos barões da indústria e finanças<sup>2</sup>. Os conflitos e temores da sociedade decorrentes motivaram a crescente intervenção do estado, notadamente expressas na Sherman Antitrust Act (1890), seguida por novos códigos, órgãos para fiscalização e punição contra competição desleal. O movimento nascia de um viés consensual de descrença em relação ao livre mercado, avalizando a ascensão de uma estrutura regulatória, atribuindo importância do interesse social e estatal sobre os indivíduos (FURNER, 2009).

O episódio da Primeira Guerra Mundial (1914-18) acelerou o avanço da intervenção estatal, compreendendo a assimilação do papel de planejador e responsável por reduzir os efeitos das flutuações econômicas, sustentar a produção, emprego e estabilidade. Os instrumentos de governança em tempos de guerra passaram a serem utilizados em tempos de paz no que se chamou de “*new economics*” (BARBER, 1988). Na década de 1920, Herbert Hoover, secretário do comércio e Presidente (1928-1933), travou embates em defesa da nova economia, sob o prisma de modernização. O orgulho da nova construção foi expresso por Hoover (1922) no livro intitulado “*american individualism*” que apresentante a visão norte-americana e como era diferente da europeia ao enfatizar a liberdade e bem estar coletivo.

---

<sup>2</sup> No capítulo 11, denominado “*Robber Barons and rebels*”, Howard Zinn (2005) explora a natureza dos conflitos entre a ascensão das grandes corporações *versus* sociedade na segunda metade do século XIX.

A incorporação da construção da economia norte-americana foi verificada no enfrentamento da Depressão de 1920-21, derivada da acomodação da economia para os tempos de paz. A resposta do Federal Reserve – FED e do Governo foram postergar as políticas deflacionistas de retorno ao padrão ouro, manutenção do isolacionismo, protecionismo, a cobrança de empréstimos aos países europeus, minimizando a importância e riscos de não sustentar a reconstrução do novo sistema monetário internacional (BORBO e HAUTCOEUR, 2007). A década foi marcada pela prosperidade econômica norte-americana, quebrada com os distúrbios financeiros em 1929, acentuando as mudanças nas políticas econômicas de Hoover (1929-1933) e Roosevelt (1933-1945) com a proposta de reconstrução da economia. Como exemplos, a Lei Smoot-Hawley Tariff (1930) com elevação das taxas de importação, a Lei Davis–Bacon (1931) que prevenia a queda dos salários e a desvalorização do padrão ouro (1934). Os conceitos foram incorporados ao New Deal, proposto por Roosevelt, perdendo o constrangimento do uso da regulação e intervenção, prevalentes na condução da economia norte-americana nas quatro décadas posteriores.

No aspecto internacional, o período entre guerras (1918-39) e a Grande Depressão acentuaram o processo de colapso das instituições que sustentavam a sociedade do século XIX, comandadas pelos britânicos e orientadas pelo liberalismo (POLANYI, 2008). Do caos dos conflitos sociais, econômicos e guerras emergiu um sistema que consolidou o estado como um componente indissociável do funcionamento do mercado em uma economia industrial, intensiva em tecnologia e complexidade. As mudanças tomaram os Estados Unidos como centro irradiador, assimiladas pelos países em desenvolvimento da Europa e o Japão destruído pela Guerra, e os periféricos na sanha pela viabilização do desenvolvimento.

## **2.2 Estado e finanças**

Na esfera financeira, o estado ganhou força como uma entidade necessária para construir a estrutura de desenvolvimento do setor, frequentemente, liderando as respostas a crises e instabilidades utilizando alterações na legislação, normas e regulações visando melhor adequação as necessidades da economia real (ACHARYA *et al.*, 2009). No caso norte-americano, as transformações são ressaltadas pela criação do Federal Reserve em 1913 e as reformas dos anos 1930s frente a Grande Depressão. Duas medidas paradigmáticas que evidenciaram o crescimento da intervenção, justificadas pela busca de maior estabilidade, complementada por mecanismos de intervenções no mercado através de crédito direcionado e instituições públicas para irrigação de recursos para áreas consideradas estratégicas.

O Federal Reserve foi resultado da necessidade de construção de uma autoridade monetária capaz de centralizar o comando do setor financeiro, contrapondo o potencial risco da excessiva liberdade em um sistema próspero e sofisticado. O ponto de partida foi o Pânico de 1907 constituindo uma contaminação sistêmica levando a falência e dificuldades aos bancos e sociedades fiduciárias. O resgate ocorreu sob a liderança privada de JP Morgan, seguido pelo apoio dos grandes nomes de Wall Street: John Rockefeller, George Cortelyou, Lord Rothschild e James Stillman. A resposta foi iniciar estudos para criar uma autoridade monetária centralizada com base na experiência de outros países industrializados europeus, entendida como uma entidade externa que impunha parâmetros mínimos de funcionalidade e regras. Após sete anos de discussões e análise técnica culminando com a fundação do FED em 1913, por meio do Federal Reserve Act (AHAMED, 2010)<sup>3</sup>. Assim, os norte-americanos, como uma nova potência econômica mundial, passavam a contar com uma autoridade monetária capaz de influenciar as decisões econômicas, interagir e cooperar com os bancos centrais europeus.

Os distúrbios financeiros da Grande Depressão levaram a uma quebra estrutural da forma de intervenção, derivada da agudez sobre as finanças e economia real. O embate central da reforma ocorreu entre 1930 e 1933, na Senate Committee on Banking and Currency com objetivo de desvendar as raízes das crises e seus culpados. As audiências proviam de informações sobre as práticas desleais e corruptas que se tornaram comuns entre os financistas, provenientes das investigações de Ferdinand Pecora. Justificando uma reestruturação radical para reduzir a especulação e proteger a sociedade. Os anseios foram sintetizados na Lei Glass-Steagall (1933), seguida da criação da Securities Act (lei relativa aos valores mobiliários) em 1933 e da Securities Exchange Act em 1934. As ideias não eram novas e estavam presentes em cerca de 100 projetos apresentados nos 50 anos anteriores, mostrando que a preocupação existia, mas não encontrava um ambiente adequado para levar a mudanças (EICHENGREEN, 2013). Particularmente, existia o sentimento da necessidade de reconstrução da economia, seja no setor real ou financeiro, a culpa sobre a Depressão era atribuída aos excessos dos financistas que mereciam serem punidos. A urgência da punição facilitou a aprovação e reestruturação da reforma, incapaz de ser contrabalançada nem pelos próprios banqueiros, levando ao engessamento do sistema e direcionando o sistema para benefício da sociedade e setor produtivo.

---

<sup>3</sup> Johnson (2010) fornece uma análise sintática a respeito da trajetória de construção, discussão e aprovação do Federal Reserve em 1913. Em especial, elencando a resistência dos banqueiros, dificuldades nas negociações e construção de uma autoridade monetária em um país de grande extensão territorial, setor financeiro desenvolvido com banqueiros acostumados a não ter regras de operação.

Outro aspecto emergido das reformas dos anos 1930s foi a criação de mecanismos de direcionamento de crédito, instituições públicas e subsídio para setores não contemplados adequadamente pelo setor privado. Por exemplo, a formação da Federal National Mortgage Association, conhecida como Fannie Mae, fundada em 1938 como agência governamental, importante para fomentar o mercado habitacional ao facilitar o financiamento de imóveis, constituindo também um agente principal do mercado secundário e hipotecas. Complementada pela Federal Home Loan Mortgage Corporation, a Freddie Mac, fundada em 1970 com objetivo de expandir o mercado secundário de hipotecas. Assim, o Estado assumia o papel de interventor e “banqueiro” em nome do benefício social e preenchimento das necessidades do país, sistematicamente utilizando o poder de direcionamento financeiro para complementar as diversas políticas de governo.

O tripé da estrutura financeira americana formada centralização da política monetária, órgãos responsáveis pela fiscalização, administração e punição, institucionalização dos instrumentos de intervenção direta no mercado de crédito constituíram o arranjo a ser seguido e imitado. Por exemplo, constituindo a base da estrutura financeira japonesa pós-1945 por imposição norte-americana, mas assimilada dentro das particularidades nacionais (PATRICK, 1994). Na Europa foram disseminados os bancos públicos como forma de acelerar e viabilizar a reconstrução. Enquanto nos países emergentes, forneceu uma base para construção de uma estrutura financeira moderna que dessem suporte ao desenvolvimento (Brasil e Coreia, por exemplo).

### **3 Desrepressão financeira e transformação da regulação**

O objetivo da seção é explorar a ascensão teórica de desrepressão financeira e incorporação nas reformas da estrutura de regulação norte-americana. Ambas motivadas pelo lento esgotamento da estrutura de regulação engessada oriunda da reforma da Grande Depressão. Em seu lugar dando origem a retórica da necessidade do afrouxamento das restrições aos modelos de negócios e operações do setor financeiro, relegando o estado a um papel de supervisor e com a missão de minimizar as falhas de mercado. O resultado foi abrir caminho para expansão do setor financeiro nas décadas seguintes, constituindo a origem da desorganização regulatória norte-americana contemporânea e fortalecimento de uma nova filosofia de atuação do estado que orientam as políticas de reforma.

### 3.1 A nova proposta de regulação

A nova proposta regulatória presente na estrutura de desrepressão financeira incorporam a justificativa da intervenção e regulação como forma de atingir um ótimo social e reduzir falhas de mercado, presente nas contribuições de Ronald Coase (1960) e George Stigler (1971). O fundamento era que o mercado não teria condições de se ajustar pela ação das externalidades, levando a problemas persistentes de falhas de mercado com impactos negativos sobre o bem-estar social. A resposta era a necessidade de um aparato regulatório que minimizasse as falhas, colocando o estado como um agente externo responsável pela correção e contraposição do poder privado, garantindo os direitos de propriedade e as regras do jogo para a cooperação e ação dos agentes.

No setor financeiro, o esgotamento do modelo de regulação emergido na grande depressão despertou o interesse para a construção de um novo escopo teórico, incorporando as contribuições de Coase e Stigler, sob a orientação da desrepressão financeira. As contribuições seminais de McKinnon (1973); Shaw (1973) residia na ideia de que o estado seria responsável pela correção das corrigir falhas, minimizando as distorções e fomentando maior estabilidade. Nesse contexto, os custos dos produtos e serviços financeiros seriam reduzidos, a capacidade de captação e alocação de poupança cresceria com eficiência, incitando maior investimento, consumo, distribuição de renda, crescimento e desenvolvimento. O resultado seria a expansão do papel das finanças na economia, traduzidos maiores benefícios agregados a sociedade setor real. Contudo, a intervenção ativa com direcionamento e engessamento dos agentes teriam efeitos negativos sobre a estrutura de incentivos e estabilidade.

A preocupação da teórica passava a ser o desenvolvimento financeiro, enfatizando três aspectos (BECK, 2011). O primeiro da regulação prudencial com a responsabilidade do estado em evitar comportamentos de riscos, potencialmente prejudiciais, favorecendo uma estrutura de incentivos para estabilidade. O segundo de reforçar a importância da defesa dos credores e investidores, reflexo da necessidade de garantir os direitos de propriedade, como forma de incentivar e dar segurança jurídica entre no relacionamento entre os agentes. O terceiro e último, a necessidade de maior transparência para reduzir os problemas informacionais e evitar a *moral hazard*, fornecendo uma segurança adicional para que os agentes estabeleçam relacionamentos contratuais para a transferência de fundos.



Os fatores não mercado se tornam relevantes na análise por serem potenciais geradores de falhas, especialmente a estrutura legal por ser um *proxy* para captar das regras de cooperação, proteção dos direitos de propriedade e resolução de conflitos (DJANKOV *et al.*, 2008). A regulação e Estado deveriam servir a construção de incentivos a expansão das finanças devido aos benefícios reais e bem estar social (GLAESER *et al.*, 2001). O uso de instituições públicas e crédito direcionado poderiam ser toleradas, desde que condicionadas a solucionar problemas como direcionamento de recursos a setores estratégicos em que os agentes privados não teriam interesse (STIGLITZ, 1989).

### **3.2 Proeminência das finanças**

A estrutura regulatória americana foi questionada e alterada pontualmente ao longo das décadas de 1950 e 1960s, buscando se adequar as novas demandas da economia e sociedade. Porém, a aceleração se deu em consonância com a crise e colapso do Sistema de Bretton Woods, originado no Acordo de 1944, e da governança financeira e monetária global. O marco foi a quebra da conversibilidade entre ouro e dólar em 1971, seguida pelo predomínio da moeda fiduciária e abertura das restrições a movimentação de capitais internacional. O colapso foi resultado da ascensão das ondas especulativas, acentuadas pelas assimetrias, nova geografia econômica e possibilidade de agentes americanos obterem ganhos fugindo da estrutura financeira engessada nacional. Contudo, sem a perspectiva de reconstruir um sistema planejado, como explorado por Cohen (2008), que contemplasse a maior liberdade de capitais, coordenação das políticas macroeconômicas nacionais e redução das assimetrias entre países.

A resposta dos *policymakers* americanos foi adotar uma lenta e progressiva estratégia de afrouxamento das restrições com o desmonte dos fundamentos da Lei Glass-Steagall (Tabela 1). Ao mesmo tempo em que incorporavam os fundamentos da teoria da desrepressão financeira. Os motivos estavam na dificuldade de equacionar uma estrutura nacional regulada com ascensão de movimentos especulativos internacionais, especialmente considerando que a moeda para especulação era o dólar e os agentes participantes (empresas, pessoas jurídicas e bancos) eram em grande parte norte-americana. Portanto, existia uma pressão interna para flexibilização das regras e adaptação as novas necessidades do empresariado e financistas.

Tabela 1 - Movimento de desregulamentação &amp; liberalização

<b>Fato</b>	<b>Descrição</b>
1978 - Marquette vs. First of Omaha	A suprema corte permitiu aos bancos exportar as leis da usura, levando a uma onda competitiva de desregulamentação, resultando na eliminação dos tetos da taxa de usura na Dakota do Sul e Delaware, espalhada para outros.
1980 - Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act	A legislação eleva o depósito de seguros de US\$ 40 para 100 mil, autorizando novas <i>thrift institutions</i> (associações de poupança e empréstimo; banco de poupança mutua; e uniões de crédito) com eliminação dos tetos de taxas de juros em depósito em conta.
1982 - Garn-St. Germain Depository Institutions Act	Desregulamentação das <i>thrift institutions</i> , seguindo a liderança comercial de empréstimos e provendo de novas contas para competir com fundos mútuos do mercado monetário.
1987 - FSLIC Insolvency	O Government Accountability Office - GAO declarou que os depósitos de seguro da indústria de poupança e empréstimos pode se tornar insolventes devido a falhas institucionais
1989 - Financial Institutions Reform and Recovery Act	Abole o Federal Home Loan Bank Board and FSLIC, transferindo para o então OTS e FDIC. Acompanhado pela criação da Resolution Trust Corporation para resolver a insolvência dos <i>thrifts</i> .
1994 - Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act	Eliminação das restrições para a operação de bancos interestaduais
1996 - Fed Reinterprets Glass-Steagall	O Fed reinterpreta a Lei Glass-Steagall em que permite que a holding companhias tenham participação de 25% das receitas na banca de investimentos
1999 - Gramm-Leach-Bliley Act	Com o suporte do presidente do FED, Alan Greenspan, Secretário do Tesouro, Robert Rubin, e seu sucessor, Lawrence Summers revogam a Lei Glass-Steagall
2000 - Commodity Futures Modernization Act	Modernização da regulação de produtos financeiros conhecidos como over-the-counter (contrato bilateral entre duas partes, sem supervisão). Por não estarem contemplados na legislação vigente.

Fonte: Sherman (2009); SENATE SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS (2011)

O desmonte da antiga regulação não foi acompanhado da reorganização das funções dos órgãos que contemplassem os elementos básicos da estratégia de desrepressão. Por exemplo, existência de três reguladores federais: Federal Reserve – FED, Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC; e Office of the Comptroller of the Currency - OCC do Departamento do Tesouro. Elencando reguladores estaduais, a supervisão de títulos serem responsabilidade da Securitized Securities Commission – SEC, parte dos derivativos com a Commodity Futures Trading Commission – CFTC.

As confusões na estrutura regulatória americana eram conhecidas, vistas como potencialmente problemáticas, podendo ser condensadas em dois blocos<sup>4</sup>. O primeiro relacionado a aplicação da regulação preventiva, derivadas da dificuldade de atribuir jurisdições, normatizações, definição de termos e como incorporar na estrutura regulatória as novas transformações dos modelos de negócios. Tornando real a possibilidade de possibilidade de áreas e operações serem ignoradas pela estrutura formal, tal como os derivativos e inovações financeiras, apesar da elevada interconexão com a parte formal. O segundo que os agentes conseguiam liberdade para atuar e construir estratégias de expansão agressivas, aceitando maiores riscos justificados pelos altos ganhos, utilizando a especulação com uso das expectativas e flutuações da política macroeconômica.

As reformas constituíram favoreceram a expansão do setor financeiro com proliferação de conglomerados, bancos interestaduais, operações cruzadas entre segmentos, um novo e atraente mercado de inovações financeiras com derivativos, securitização e *hedge*. Ao mesmo tempo em que o interesse de bancos de investimentos, fundos mútuos e grandes empresas buscavam ganhos financeiros, descolados das atividades reais. Por exemplo, a incorporação de grupos excluídos formados por *redlining* (negados por serem desinteressantes e arriscados), racialmente discriminados e não bancarizados (DYMSKI, 2010). Além disso, agências público-privadas Fannie Mae e Freddie Mac, no mercado imobiliário, serviam como origem de títulos e processos de securitização e comercialização de fundos. A nova dinâmica levou a valorização e crescimento da quantidade de ativos financeiros com crescimento de ativos de 305 bilhões em 1950 para 1.447 em 1970, 35.546 em 2000 e 58.030 em 2007 (CINTRA e CAGNIN, 2007).

O funcionamento da economia e alteração da política de intervenção do estado emergida nas décadas de 1960 a 1980s intensificaram a expansão do setor financeiro na economia. Os benefícios foram viabilizados no aumento de investimentos, consumo e gastos do governo, mas também representando forma de ganhos especulativos por parte dos agentes como fundos, grandes empresas, bancos e detentores de capital. Porém, volátil na medida em que depende de sobremaneira das expectativas de mercado, facilitando a formação de bolhas e crises, mas com uma capacidade de recuperação e segregação da economia real. Por exemplo, observado na crise das *thrift institutions* nos anos 1980s, a bolha da internet na década de 1990 e imobiliária na década de 2000s.

---

<sup>4</sup> A preocupação estava presentes na primeira proposta de reforma durante a crise (THE DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008) e no comitê de investigação do Senado (SENATE SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, 2011).

### 3.3 Dinâmica das finanças norte-americanas: do sucesso a crise

Nos Estados Unidos, a maior parte da década foi de prosperidade evidenciada no título do livro de Joseph Stiglitz (2003) de *“The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade”*. O sucesso foi alavancado pelo apoio a uma estrutura financeira mais livre, crédito farto e proliferação das oportunidades de especulação, acompanhado pelo crescimento econômico, maior consumo e pleno emprego. As flutuações macroeconômicas americanas eram relativamente controláveis justificadas pela melhora da qualidade das políticas (BERNANKE, 2004). Na esfera internacional, no começo da década de 2000, as crises nos países emergentes foram reduzidas, levando ao ostracismo de instituições gestoras (Fundo Monetário Mundial – FMI e Banco Mundial) e liderança americana em fornecer liquidez e financiar pacotes de auxílio.

O primeiro sinal de como os distúrbios financeiros poderia ser potencializados pela inadequação regulatória e elevada liquidez foi com a formação e estouro da bolha da internet (1995-2000). As companhias de tecnologia possuindo facilidades em obter recursos e realizar investimentos, justificado pela expectativa de ganhos que não se concretizou, mas viabilizando investimentos em infraestrutura e invocações. O auge ocorreu em março de 2000, com Nasdaq conhecida por reunir empresas de tecnologias, registrou 5.132,52 pontos. O estouro da bolha na internet em 2000 se deveu a elevação das taxas de juros básicas (de 4,75% em novembro de 1998 para 6,50% em março de maior de 2000), conjuntamente com reversão das expectativas dos agentes.

O movimento especulativo, formação de bolhas e caráter pro-cíclico não eram uma novidade. Por exemplo, Charles Kindleberger (2005), no clássico *“Manias, panics and crashes: a history of financial crises”*, apresenta diversos episódios de distúrbios financeiros ao longo da história. O diferencial da bolha da internet foi abrangência e velocidade da formação e estouro, evidenciando como um setor financeiro desenvolvido, alta liberdades dos agentes e liquidez podem ser voláteis frente a movimentos da autoridade monetária. Acentuada pelo tamanho e importância que o setor financeiro passou a ter na estrutura econômica. Porém, a resposta das autoridades americanas foi criar condições para o surgimento de uma nova bolha, a imobiliária, através do provimento de liquidez e ignorar as falhas na estrutura regulatória preventiva. No processo, o FED reduziu agressivamente a taxa de juros (6,50% e março de 2000 para 1,0% em janeiro de 2003), seguida da política fiscal anticíclica.

A diferença da bolha imobiliária em relação a da internet era que o sistema estava mais integrado, as inovações financeiras tinham se proliferado, o setor de construção civil americano é relevante, o mercado de hipotecas e financiamento disseminado como fonte de recursos a baixo custo para as famílias. O núcleo dos distúrbios ocorreram nos empréstimos imobiliários de alto risco denominados *subprime*, especialmente para os NINJA (*No Income, No Job, and no Assets*), que conseguiram crédito nos tempos de prosperidade, baixos juros e crescimento econômico. O ponto de pressão foi a elevação das taxas de juros no mercado imobiliário de 1% ao ano para 5,35% entre 2004 e 2006, levando ao crescimento da inadimplência e risco de insolvência das instituições. A primeira vítima foi a New Century Financial, seguida pelo banco de investimentos Bear Sterns, Fannie Mae e Freddie Mac, Lehman Brothers e Merrill Lynch em 2008 (BBC BRASIL, 2009). O resultado foi uma bolha com efeitos financeiros e reais mais acentuados que as anteriores, demandando não apenas uma política macroeconômica de acomodação, mas mudanças da estrutura regulatória e governança das finanças.

#### **4 Crise e reformas**

O propósito desta seção é argumentar que a Crise (2007-10) não representou uma quebra estrutural teórica e nas políticas de desrepressão financeira, mas nova ênfase nas preocupações sobre regulação contaminadas pela politização.

##### **4.1 Discussão teórica e a “*regulatory failure*”**

A Crise trouxe para a discussão política e acadêmica a necessidade de repensar a estrutura regulatória, sobretudo, no sentido de como reduzir as falhas e proporcionar maior estabilidade. Na literatura é possível identificar o núcleo no livro “*The international financial crisis: have the rules of finance changed?*” organizado por Dermirguç-Kunt *et al.* (2011), a partir dos textos apresentados no encontro realizado Chicago, patrocinado pelo Federal Reserve of Chicago e World Bank, em setembro de 2009. O consenso foi da ocorrência de uma falha regulatória, favorecendo maiores riscos, especialmente sobre inovações financeiras e especulação.

O ponto de partida é a comparação entre a Crise e a Grande Depressão dos anos 1930s. As semelhanças consistem em terem sido desencadeadas pela deflação de ativos com pano de fundo a especulação, enquanto as diferenças estão no desenvolvimento de políticas e regulação para estabilização e controle que permitem a amenização dos efeitos (ROMER, 2011). O papel do estado e desenvolvimento das polícias macroeconômicas para suporte da expansão financeira serviu para fornecer a capacidade de resposta. Em seguida, destaca as externalidades que precisam ser consideradas para estabilidade, consistindo em: i) políticas macroeconômicas monetárias; fiscal e desequilíbrios globais; ii) no setor financeiro em relação a supervisão e controle das práticas insustentáveis; iii) dificuldade em entender os mecanismos de engenharia das inovações financeiras; e iv) excessos e imprudências das instituições financeiras privadas (TRUMAN, 2011). O mercado foi visto como falho capaz de proporcionar um potencial de contaminação, fechamentos dos canais de financiamento e desvalorização de ativos, com impactos negativos sobre o setor e economia real.

A “*regulatory failure*” foi caracterizada pela legislação e órgãos ignorarem as práticas dos agentes, mantendo uma grande parcela das operações com inovações financeiras a margem do controle, incentivando a especulação e acentuando riscos (LEVINE, 2012). Além disso, havia a previsão de intervenção no mercado para prover as instituições de liquidez e evitar o fechamento dos canais de crédito, estabelecer limites a arbitragem e descolamento de preços e os efeitos dos contágios estavam previstos na literatura (ALLEN *et al.*, 2009). Portanto, estabelecendo regras de contingência e estratégias de ação para estabilizar a economia, limitando os efeitos deletérios da exacerbação do pânico financeiro. Não constituindo por si mesmo uma novidade ou quebra de paradigma, mas sim despertando a atenção e introduzindo uma nova ênfase para esse ramo da literatura.

O aprendizado oriundo da crise é elencado por Blanchard *et al.* (2010) em relação a dois pontos. No primeiro, reafirma a necessidade da autoridade monetária comprometida com inflação baixa, uso da taxa de juros como forma de controlar a oferta monetária, política fiscal comprometida com sustentabilidade. No segundo, a inflação estável que pode mascarar problemas como alto nível de consumo e déficits externos, pode gerar recessões, permitir a formação de bolhas especulativas. A proposta se relaciona com uma visão mais flexível, baseada em experiências tangíveis e contribuições teóricas, fortalecendo uma estratégia de acomodação dos distúrbios financeiros, complementar a regulação.

## 4.2 Economia política e politização da reforma

A magnitude da Crise Financeira serviu como pretexto para discussões públicas com a exploração da sua natureza, como se tornou severa sobre a economia real com elevação do desemprego, os custos de manter a solvência do sistema financeiro, ressaltando a necessidade de encontrar culpados pelas falhas regulatórias. Por fim, emergindo a proposta de uma grande reestruturação do setor financeiro para incorporar regulamentações, leis e evitar que os “excessos de Wall Street” levassem que a crise e os malefícios a sociedade se repetissem. Cabe ressaltar que a discussão pública ocorrida a partir de 2008, possuindo como marco a eleição de Barak Obama a Presidência dos Estados Unidos, foi marcada pela politização da discussão e ação de grupos de interesses. A capacidade de aplicar os desenvolvimentos teóricos era relativamente limitada pela situação passional.

A proposta de uma reestruturação do aparato regulatório foi anunciado em março de 2008 (THE DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2008), através do documento do departamento do Tesouro, aproveitando a eclosão da crise para angariar apoio político, público e do próprio setor financeiro. No documento são reconhecidos o elevado grau de institucionalização do mercado de capitais, o papel importante das inovações financeiras, a forte correlação das operações e operação das diversas instituições (seguradoras, bancos, valores mobiliários entre outros). Em seguida, a admissão que a estrutura regulatória norte-americana não acompanhou as mudanças de mercado, apresentando graves deficiências em cumprir seu papel de fiscalizador, garantidor da estabilidade, prevenir e antecipar crises. Porém, a proposta foi esquecida devido ao agravamento da crise com o resgate do Banco Bear Sterns, Fannie Mae e Freddie Mac, concordata do Lehman Brothers e seguradora AIG.

Em seu lugar, uma proposta mais radical, profunda e rápida sintetizada na lei Dodd-Frank (2010), orientado pelo discurso da culpa dos “excessos de wall Street”. Por exemplo, no legislativo, o Senador Carl Levin afirmou “*The recent financial crisis was not a natural disaster; it was a manmade economic assault. It will happen again unless we change the rules*” (SENATE SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, 2011). O Senador foi um dos reponsáveis pelo relatório da Permanent Subcommittee on Investigations, denominado “*Wall Street and the financial crisis: Anatomy of a Financial Collapse*”. O documento é agressivo ao criticar as ações, o modelo de negócios e a ética das operações financeiras, especialmente realizadas pelas grandes instituições e executivos. Em paralelo, aponta falhas na estrutura regulatória e incapacidade das autoridades responsáveis frearem as práticas que se tornaram corriqueiras.

A revolta a respeito dos “excessos de Wall Street” também foi evidenciada durante o discurso do Presidente Obama (2010) durante a ratificação da Lei Dodd-Frank de que: “(...) *It is designed to make sure that everybody follows the same set of rules, so that It firms compete on price and quality, not on tricks and not on traps (...)*”. Constituindo uma atitude passional de culpar o setor financeiro, leniências dos reguladores e exigir mudanças, mas, na prática, não passavam de uma retórica vazia. Visto que no conteúdo da reforma não propunha uma reformulação radical, mas reforçar elementos mais que conhecidos para o funcionamento adequado do sistema, atacando a confusão regulatória norte-americana. Além disso, era sabido da dificuldade de implementação de uma reforma do setor tão complexo e abrangente quando o financeiro, demandando negociações e barganhas para medidas adicionais que dariam substância as medidas.

A Lei Dodd-Frank foi construída ao longo de pouco mais de dois anos entre 2008 e 2010. Primeiramente com o envio de uma carta de intenções enviada pelo executivo ao legislativo a respeito da necessidade da reforma e pontos genéricos que precisariam ser atacados. As recomendações mestras para o trabalho do legislativo envolviam: i) promover a supervisão mais robusta e regulação das firmas financeiras; ii) estabelecer a supervisão compreensiva dos mercados financeiros; iii) fortalecer a proteção dos consumidores e investidores de abusos financeiros; iv) prover o governo de instrumentos para administrar as crises financeiras; e v) suportar um padrão de regulação transnacional e provar a cooperação internacional (THE DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2009). Os elementos propunham atacar os problemas conhecidos na regulação financeira norte-americana, abrindo caminho para o trabalho do legislativo, mas se omitia em relação aos problemas do “*Too Big to Fail*”<sup>5</sup> e o papel das agências público-privadas, Fannie Mae e Fannie Mac.

---

<sup>5</sup>A expressão se refere aos problemas com as instituições que são grandes demais para quebrarem, devido a grande correlação com outras instituições, clientes e operações. O eventual *default* teria impactos negativos profundos sobre o funcionamento do sistema financeiro e economia real através do contágio, fechamento dos canais de crédito e elevação dos custos dos endividamentos. Portanto, a dificuldade dessas instituições implica na necessidade de um plano de recuperação que preserve o sistema e reduza a instabilidade. Durante a Crise nos Estados Unidos, outros países desenvolvidos e em desenvolvimento, a tarefa de salvamento cabe aos governos nacionais, frequentemente implicando em custos para o Tesouro. Porém despertando críticas sobre os custos, a punição dos gestores dos responsáveis e distorções em função de *lobbies* e interesses escusos (ver SORKIN, 2010).



Entre 2009 e 2010, a Lei foi discutida e ampliada no legislativo, também recebendo contribuições do executivo como a Regra Volker<sup>6</sup> (ver tabela 2).

Tabela 2 - Sumário da Lei Dodd-Frank

Principais medidas	Descrição
Proteção dos consumidores com autoridade e independência	Fortalecer os direitos dos consumidores em relação ao consumo de produtos e serviços financeiros, clarificando as informações sobre os termos de uso, abusos e praticas enganosa.
Fim do " <i>big to fail bailouts</i> "	Não utilizar recursos dos contribuintes para evitar quebras e saltar instituições financeiras. Por meio da criação de um caminho seguro para a liquidez das firmas falidas; imposição de requerimento de capital e regras; informações do FED a respeito do sistema de apoio as firmas individuais; estabelecimento de rigorosos padrões de supervisão e para proteção da economia americana.
Avanço dos alarmes para riscos sistêmicos	Criação do conselho para identificar e avaliar os riscos das grandes e complexas companhias, produtos e atividades antes que comprometam a estabilidade da economia.
Transparência & contabilidade dos instrumentos exóticos	Eliminar as brechas que seguem riscos e praticas abusiva e não reguladas, incluindo derivativos, seguros, fundos hedge e hipotecas.
Limitações para compensação de executivos e governança corporativa	Proteção dos acionistas em relação as ações dos executivos em nome de conseguir compensações, prejudicando a administração e gestão corporativa da companhia
Proteção dos investidores	Reforço da proteção dos investidores através de novas regras de transparência e computação para as agencias de rating
Reforço das regulações	Acirrar a regulação para evitar fraudes, conflitos de interesses e manipulação do sistema que beneficiem interesses especiais que prejudiquem a economia real e estabilidade do sistema.

Fonte: Senate (2013)

As principais medidas seguem as contribuições teóricas para estabilizar o sistema, atacando a confusão regulatória americana. O primeiro ponto ressaltar a defesa dos direitos dos consumidores que constituem uma estrutura micro, mas com impactos eleitorais e de popularidade. O segundo fortalecer um sistema de alarme e resgate das instituições em dificuldades, com base em recursos próprios e evitar uso de dinheiro público. A terceira intensificar a fiscalização sobre comportamentos desonestos dos executivos, firmas e instituições com vistas na defesa dos investidores, a economia real e sistema. As medidas em geral seguidas por outros países e na esfera internacional<sup>7</sup>.

<sup>6</sup>A Regra Volcker criará novos obstáculos para bancos que fazem investimentos em nome de clientes e restringe sistemas de remuneração que incentivam operações de risco.

<sup>7</sup> Em linhas gerais, as reformas e ajustes no setor financeiro de outros países seguem os mesmos fundamentos da proposta norte-americana, oriundos de uma estrutura teórica e experiências comuns, sendo necessário adaptá-las as realidades nacionais. Por exemplo, a Europa (2010) que expressa preocupações semelhantes aos norte-americanos, mas com a dificuldade de negociação e aprovação devido a fragmentação e ser formada por países soberanos. Outro acordo relevante foi a assinatura do Basileia III em 2010, sobre regulação bancária e fortalecimento da estabilidade do sistema financeiro, possuindo suporte dos países signatários do G20. A proposta propõe o aumento do capital e de reservas para proteção contra distúrbios financeiros.

### 4.3 Consequências

A reforma financeira onerou as operações de captação das firmas produtivas, contração de empréstimos, funcionamento e interconexão do mercado financeiro nacional e internacional. Por exemplo, o ex-presidente do *Federal Reserve*, Alan Greenspan (2011), cita a dificuldade da Ford em julho de 2010, captar recursos no mercado, devido a não ter o rating de crédito requerido. Além de observar que as operações com derivativos podem ser realizadas no fora dos Estados Unidos para evitar os entraves criados pela lei Dodd-Frank, acompanhados de dificuldades de competição dos bancos norte-americanos internacionalmente. Ambas as consequências eram esperadas como forma de reduzir a possibilidade de especulação e o potencial destrutivo de modelos de negócios de elevado risco.

A Lei Dodd-Frank estabelece os parâmetros para a construção da nova estrutura regulatória. Contudo, as mudanças são de longo prazo com a necessidade de estabelecer definições sobre produtos, serviços e operações, deixar mais clara a jurisprudência das agências e responsabilidade, tornando necessário prosseguir nas discussões sobre as leis e normas complementares. Assim, abrindo margem a ação de lobbies para adiamento e desconstrução de medidas, oriundos da menor extensão da crise e sentimento de urgência em relação, respectivamente, a Grande Depressão e Comissão Pecora. O resultado foi de uma reforma mais branda (EICHENGREEN, 2013; ROMER, 2011). Portanto, apesar da aprovação da Lei, a implementação das medidas sofre elevadas resistências e demandam longas discussões a respeito do que realmente será a reforma.

Por outro lado, a reforma foi considerada um fracasso como evidenciada nas críticas publicadas no *USA Today* (KAUFMAN, 2013), baseada em cinco exemplos. O primeiro que os grandes bancos burlaram as novas restrições como JP Morgan Chase que não alterou as práticas de utilização da especulação. O segundo as estratégias de negócios com derivativos continuam ocorrendo, constituindo pelos subsidiários dos megabancos se aproveitando dos conflitos entre as instituições regulatórias. O terceiro que os muitos executivos não foram punidos pelas gestões catastróficas durante a crise. O quarto que as agências de risco não alteraram sua lógica de operação. Por fim, as agências de crédito mistas Fannie Mae e Freddie Mac não tiveram limites fixados, nem mesmo despertaram atenção na discussão da legislação, mesmo sendo atores centrais na construção das operações com derivativos e especulação.

O resultado da construção, discussão e desenho da reforma incorporaram a necessidade e oportunidade abertas pela amplitude e necessidade de encontrar culpados pela Crise. Os fundamentos teóricos da reforma previam o fortalecimento da regulação e supervisão, criação de um coxão de liquidez, maior transparência e proteção dos investidores que eram conhecidos. Porém, o sentimento público e dos legisladores, não constituiu mudanças rápidas e profundas na estrutura de regulação e lógica de operação do setor, a despeito da amplitude das regras e normas introduzidas em 2010. Os banqueiros e agentes envolvidos tiveram a capacidade de restringir as regras, dilatar prazos, minimizar os efeitos sobre a estrutura de negócios. A confusão sobre jurisdição, papel de cada órgão regulador, definição de produtos, serviços e atribuição de responsabilidade não foram solucionadas. Estas dependentes de uma legislação complementar, provenientes do legislativo/executivo e definição dos reguladores.

## **5 As transformações da financeirização**

A Crise 2007-10 evidenciou a confusão regulatória do setor financeiro norte-americano, capaz de viabilizar politicamente a reforma e introdução de uma nova legislação, necessária para fornecer alguma estabilidade no funcionamento. Porém, a reforma expressa pela Lei Dodd-Frank não constitui uma quebra estrutural na governança e intervenção do estado nas finanças, mas um ajuste para aplicar o desenvolvimento teórico e filosofia de intervenção prevista na teoria de desrepressão financeira. O pano de fundo é admissão dos legisladores e acadêmicos da eleva importância das finanças na economia norte-americana, levando a necessidade a uma regulação que forneça alguma estabilidade, mas comprometida na sustentação da importância, valorização de ativos e papel na economia.

As preocupações são condizentes com a estrutura de funcionamento do capitalismo norte-americano liderado pelas finanças, denominadas como *finance-led*, financeirização ou patrimonialista. As reformas estruturais e institucionais observadas na economia norte-americana são formadas por três elementos. O primeiro o distanciamento da relação entre produção e finanças, levando a reestruturação corporativa com foco na valorização do valor de mercado e satisfação dos acionistas (LAZONICK, 2013). O segundo do consumo ser acelerado pelo endividamento, desligado da produtividade e ganhos de capital (STOCKHAMMER, 2009). O terceiro que o Estado e a regulação auxiliam no fortalecimento do regime, incentivo a alavancagem e formação de bolhas especulativas, mas capaz de reduzir os efeitos depressivos e acelerar a recuperação (BOYER, 2000).

Os elementos da financeirização podem ser identificados na estratégia de enfrentamento da Crise (2007-10), servindo como forma de ajustar e defender o modelo. O tripé que sustenta o argumento se baseia: i) as mudanças regulatórias marginais no âmbito nacional e internacional, reforçando a lógica de operação passada, com base em contribuições teóricas conhecidas para atacar as falhas de mercado; ii) a política monetária expansionista comandada pela FED como forma de amenizar a crise, mas capaz de sustentar a valorização de ativos e não permitir um rompimento sistêmico; e iii) o uso de instituições públicas e instrumentos de crédito direcionado para manter a oferta de fundos para consumo e investimento.

O modelo de financeirização coloca a possibilidade de crescimento baseado em bolha financeiras como esperado, a chamada “economia bolha”, acentuadas pela sofisticação e desenvolvimento do setor. Nesse contexto, é possível identificar um roteiro na trajetória das crises recentes. Inicialmente, a injeção de liquidez pelo FED para crescimento econômico e redução do desemprego, criando um ambiente propício as bolhas de ativos. A eclosão é antecedida pela mudança de viés da política monetária com efeitos sistêmicos de contaminação e retração do setor financeiro. A resposta a deflação de ativos ocorre com o retorno a política monetária expansionista (redução de juros e injeção de liquidez) para evitar rompimento do sistema e acelerar a recuperação, liderada pelo setor financeiro. A recuperação é complementada pelas políticas anticíclicas fiscais, reformulações marginais na legislação para fortalecer a liberdade dos agentes. O diferencial da Crise (2007-10) em relação aos distúrbios anos 1980 e 1990s foram a abrangência e o tamanho da resposta, baseada na resposta do FED e reestruturação da regulação.

O Federal Reserve garantiu a solvência do sistema, acentuando uma estratégia comum no último quarto de século de injetar liquidez no mercado para evitar um rompimento. Nos Estados Unidos, o epicentro da Crise, a resposta do Federal Reserve, presidido por Ben Bernanke (2006-14), comandou uma redução agressiva das taxas de juros (4,75% em setembro de 2007 para 0,250% em dezembro de 2008) para reduzir a pressão do endividamento. O passo seguinte foi injeção de liquidez através do *quantitative easing* (QE) ao comprar títulos no mercado. O QE 1 teve início no pós crise com a compra de US\$ 700-800 bilhões em notas do Tesouro, avançando com aquisição de 600 bi em *mortgage-backed securities*, complementado com mais 1,75 trilhões em débitos bancários. O QE2 foi anunciado em 2010 com a compra de 600 bilhões em títulos do tesouro para manter a liquidez no sistema e viabilizar uma recuperação. O QE3 em junho de 2013 passa a aquisição de 85 a 65 bilhões em títulos por mês.

A política monetária norte-americana foi acompanhada por outros países desenvolvidos e não desenvolvidos no esforço de coordenação para evitar o contágio e efeitos sistêmicos e reais. A preocupação era com os efeitos do desmonte dos modelos bancários de alto risco e inter-relação sistêmica, contraídos durante o período de crescimento da economia mundial, acentuados pelo caráter pro-cíclico das finanças. A base teórica estava presente na análise da crise bancária da Grande Depressão da década de 1930s (ver BERNANKE, 2004b), considerando que uma restrição da liquidez poderiam ser potencialmente arriscada a sobrevivência do sistema, incitando uma quebra estrutural e aprofundamento dos efeitos depressivos. Em paralelo, favoreceu a recuperação com a formação de uma nova bolha com a valorização de ativos (ver CHANG, 2014)<sup>8</sup>.

A estratégia de “ajuste” da economia bolha não quer dizer que seja um fruto direto do programa de desrepressão financeira, mas sim consequência das necessidades do capitalismo financeiro que emergiu ao longo do século XX. A regulação não deixou de ser relevante para fornecer a estrutura, incentivo a expansão com alguma estabilidade. Porém, o ponto chave se encontra na transformação da relação entre estado e mercado, com a permissividade de estabelecer regras para um setor financeiro grande e complexo. A discussão teórica e propostas de reforma recente incorporaram o objetivo de preservar regras e fundamentos anteriores, preenchendo falhas videntes durante a crise e ajustes, sem a essência da regulação.

No entanto, não entram em pauta uma alteração estrutural do papel das finanças na economia contemporânea e americana na sociedade, oriunda de maior controle e restrições das operações que reduzam a possibilidade de ganhos. Por exemplo, abordagem Minskyniana de Kregel (2010); Wray (2011) que propõem um estreitamento da possibilidade das instituições construírem modelos de negócios, especialmente sobre derivativos, limitando a possibilidade de instabilidade, não entram em pauta. Uma justificativa é que a regulação com restrições não seriam adequadas para o capitalismo financeiro atual, nem encontrariam apoio social e político necessário para construção e implementação. O argumento derivado dos custos de desconstrução do modelo, traduzidos na menor capacidade de acomodação e enfrentamento dos distúrbios econômicos. A lógica de financeirização não apenas se mantém, mas é reforçada por um ambiente que se tornou estritamente dependente das finanças como observam autores como Coriat (2010) e Chesnais (2002).

---

<sup>8</sup> O argumento de Chang é que os preços das ações no mercado britânico retornaram ao patamar de pré-crise. Em 28 de outubro de 2013, o FTSE britânico atingiu 6,734 pontos, enquanto o recorde era de 6,730 em outubro de 2007. Acompanhando a administração da macroeconômica expansiva norte-americana e de países desenvolvimento pós-crise. Contudo, a valorização não possui uma justificativa real, caracterizando o deslocamento do setor real e financeiro.

## Considerações finais

A tese do trabalho foi que a instabilidade e crise financeira, intensificadas com a Crise (2007-10), não foram acidentes, mas parte da filosofia de desrepressão da regulação do setor financeiro e políticas propositais de sustentação da valorização dos ativos. O objetivo do trabalho foi investigar a relação umbilical entre estados e finanças, ressaltando as transformações regulatórias. A exploração do tema teve como linhas condutoras o escopo teórico baseado na introdução de “políticas amigas” do mercado, assimilação nas metamorfoses da estrutura regulatória norte-americana, enfatizando a Crise recente, a estratégia de enfrentamento e a Lei Dodd-Frank.

A estratégia de argumentação se baseou em quatro fases. A primeira com objetivo de explorar a ascensão da estrutura regulatória, a manifestação sobre a organização do setor financeiro como fruto de uma relação íntima com o Estado. A segunda a transformação do papel da regulação e do estado como um supervisor, dando margem e suporte a maior liberdade e expansão das finanças, constituindo capaz de liderar o crescimento e a recuperação. A terceira enfatiza a Crise atual e proposta de reestruturação regulatória, enfatizando que existiu uma elevada politização da discussão, sem refletir em uma proposta profunda de quebra estrutural, condizente com a necessidade de preservar a predominância e alavancagem do setor financeiro. A quarta e última, propõe uma visão sistêmica de como o tratamento reservado às finanças e regulação se encaixa como um aspecto do modelo de financeirização da economia.

As propostas de “re-regulação” condensadas na Lei Dodd-Frank constituem parte da estratégia de defesa do *status quo*. O diferencial estava em ser uma resposta mais incisiva frente à escala da bolha e crise subsequente, mas com lentidão da implementação, sem propósito de mudar a lógica. Esta combinada com as políticas macroeconômicas simpáticas à financierização retorna a estratégia de crescimento baseado em bolhas, refletindo a necessidade de ajuste organizacional, não quebra estrutural. A lógica da financeirização foi reforçada verificada através da maciça injeção de liquidez do FED, mesmo frente à possibilidade da formação de uma nova bolha, justificada para manter o sistema funcional, mesmo com efeitos limitados sobre o setor real e empresas. Não sendo interessante (ou viável) um engessamento do setor financeiro tal como ocorrido na década de 1930s, devido à crise ter sido menos intensa, mantendo a dependência dos agentes das finanças alavancadas, como reflexo do capitalismo financeiro contemporâneo.

## Bibliografia

- ACHARYA, V. V. et al. Market failures and regulatory failures: lessons from past and present financial crises, 2009. Disponível em: <[http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public\\_html/market\\_failures.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/market_failures.pdf)>. Acesso em: 2013.
- AHAMED, L. **Lords of Finance**: 1929, the great depression, and the bankers who broke the world. [S.l.]: Penguin Books, 2010.
- ALLEN, F.; BABUS, A.; CARLETTI, E. Financial Crises: theory and evidence. **Annual Review of Financial Economics**, v. 1, n. 97-116, outubro 2009.
- BARBER, W. J. **From new era to New deal**: Herbert Hoover, the economists, and American economic policy, 1921-1933. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- BBC BRASIL. Cronologia da crise, setembro 2009. Disponível em: <Cronologia da crise. Publicado em: 02 set. Disponível em: <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2009/09/090902\\_aftershock\\_timeline\\_noflash.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2009/09/090902_aftershock_timeline_noflash.shtml)>. Acesso em: 5 março 2013.
- BECK, T. **The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics**. European Banking Center Discussion Paper No. 2011-038. Londres, p. 38. 2011. (74).
- BERNANKE, B. **The Great Moderation**. Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the meetings of the Eastern Economic Association. Washington, DC: The Federal Reserve Board. 2004.
- BERNANKE, B. S. **Essays on the Great Depression**. Princeton: Princeton University Press, 2004b.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. Rethinking macroeconomic policy. **IFM Staff Position Note**, Nova York, n. 12, fevereiro 2010.
- BORBO, M. D.; HAUTCOEUR, P.-C. Why didn't France follow the British stabilization after World War I? **European Review of Economic History**, p. 3-37, 2007.
- BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A Preliminary Analysis. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 111-145, fevereiro 2000.
- CHANG, H.-J. This is no recovery, this is a bubble – and it will burst. **The Guardian**, 2014. Disponível em: <<http://www.theguardian.com/commentisfree/2014/feb/24/recovery-bubble-crash-uk-us-investors>>. Acesso em: 26 fevereiro 2014.
- CHESNAIS, F. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 1-44, janeiro-junho 2002.
- CINTRA, A. M.; CAGNIN, R. F. Evolução da Estrutura e da Dinâmica das Finanças Norte-Americanas. **Econômica**, v. 9, n. 2, p. 296-338, dezembro 2007.
- COASE, R. H. The problem of social cost. **The Journal of law and economics**, v. III, p. 1-44, outubro 1960.
- COHEN, B. **Global monetary governance**. Nova York: Routledge, 2008.
- CORIAT, B. France: Un fordisme brisé ... et sans successeur. In: BOYER, R.; SAILLARD, Y. **Théorie de la régulation**: l'Etat des savoirs. Paris: La Découverte, 2010.

DEMIRGUÇ-KUNT, A.; EVANOFF, D. D.; KAUFMAN, G. G. **The international financial crisis: have the rules of finance changed?** New Jersey: World Scientific Publishing Company, 2011.

DJANKOV, S. et al. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, v. 88, p. 430-463, 2008.

DYMSKI, G. A. Why the Subprime Crisis is different: a minskyian approach. **Cambridge Journal of Economics**, v. 34, n. 2, p. 239-255, 2010.

EICHENGREEN, B. Why No Glass-Steagall II? **Project Syndicate: a world of ideas**, 2013. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-weakness-of-post-2008-us-financial-reform-by-barry-eichengreen/portuguese>>. Acesso em: 15 fevereiro 2013.

EUROPA. Agenda da União Europeia para a reforma do sistema financeiro, 2010. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/roadmap/financial\\_reform\\_pt.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/roadmap/financial_reform_pt.pdf)>. Acesso em: 19 outubro 2013.

FURNER, M. O. From “State Interference” to the “Return to the Market”: The Rhetoric of Economic Regulation from the Gilded Age to the New. In: BALLEISEN, E.; MOSS, D. **Government and markets: toward a new theory of regulation**. Nova York: Cambridge University Press, 2009. Cap. 3.

GLAESER, E.; JOHNSON, S.; SHLEIFER, A. Coase versus the coasians. **The quarterly Journal of Economics**, p. 853-899, agosto 2001.

GREENSPAN, A. Dodd-Frank fails to meet test of our times. **Financial Times**, 29 março 2011.

HOOVER, H. **American individualism**. Nova York: Doubleday, Page & Company, 1922.

JOHNSON, T. R. **Historical Beginnings. The Federal Reserve**. Boston: Public and Community Affairs Department, 2010.

KAUFMAN, T. Three years later, Dodd-Frank is a failure: Column. **USA Today**, 22 julho 2013.

KINDLEBERGER, C. P. **Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises**. 5. ed. New Jersey: Wiley, 2005.

KREGEL, J. **Is This the Minsky Moment for Reform of Financial Regulation?** The Levy Economics Institute Working Paper Collection, n. 586. [S.l.], p. 21. 2010.

LAZONICK, W. From innovation to financialization: how shareholder value ideology is destroying the US economy. In: WOLFSON, M. H.; EPSTEIN, G. A. **The Handbook of the Political Economy of Financial Crises**. Oxford: Oxford University Press, 2013. Cap. 24.

LEVINE, R. The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis. **International Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 39-56, 2012.

MCKINNON, R. I. **Money and Capital in Economic Development**. [S.l.]: Brookings Institution Press, 1973.

PATRICK, H. The relevance of japanese finance and tis main bank system. In: PATRICK, H.; AOKI, M. **The japanese main bank system: its relevance for developing and transforming economies**. Oxford: Osford University Press, 1994. p. 354-408.

POLANYI, K. **The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time**. Nova York: Beacon Press, 2008.



ROMER, D. Back from the brink. In: KUNT-DEMIRGUÇ, A.; EVANOFF, D. D.; KAUFMAN, G. G. **The international financial crisis: have the rules of finance changed?** New Jersey: World Scientific Publishing Company, 2011. p. 15-29.

SENATE. Brief summary of the Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection Act, 2013. Disponível em: <[http://www.banking.senate.gov/public/\\_files/070110\\_Dodd\\_Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_comprehensive\\_summary\\_Final.pdf](http://www.banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf)>. Acesso em: 13 janeiro 2014.

SENATE SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS. **Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse**. [S.l.]: Cosimo Reports, 2011.

SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. Nova York: Oxford University, 1973.

SHERMAN, M. **A Short History of Financial Deregulation in the United States**. Center for Economic and Policy Research. Washington, p. 15. 2009.

SHLEIFER, A. Understanding regulation. **European Financial Management**, v. 11, n. 4, p. 439-451, 2005.

SORKIN, A. R. **Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System--and Themselves**. Nova York: Penguin Books, 2010.

STIGLER, G. J. The theory of economic regulation. **The Bell Journal of Economics and management Science**, v. 2, n. 1, p. 3-21, spring 1971.

STIGLITZ, J. **The roaring nineties: a new history of the world's most prosperous decade**. Nova York e Londres: W.W. Norton & Company, 2003.

STIGLITZ, J. Regulation and failure. In: MOSS, D. A.; CISTERNINO, J. A. **New Perspectives on Regulation**. Cambridge, MA: The Tobin Project, 2009. Cap. 1, p. 11-24.

STIGLITZ, J. E. Financial markets and developmet. **Oxford Review of Economic Policy**, Oxford, v. 5, n. 4, p. 55-68, 1989.

STOCKHAMMER, E. The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the presents crisis. **Papeles de Europa**, v. 19, p. 58-81, 2009.

THE DEPARTMENT OF THE TREASURY. Blueprint for a modrnized financial regulatory structure, 2008. Disponível em: <<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>>. Acesso em: 15 abril 2013.

TRUMAN, E. M. What Broke? The Root Causes of the Crisis. In: KUNT-DEMIRGUÇ, A.; EVANOFF, D. D.; KAUFMAN, G. G. **The international financial crisis: have the rules of finance changed?** New Jersey: World Scientific Publishing Company, 2011. p. 117-123.

WRAY, L. R. **A Minskyan Road to Financial Reform**. The Levy Economics Institute Working Paper Collection, n. 655. [S.l.], p. 19. 2011.

ZINN, H. **A People's History of the United States: 1492 to Present**. [S.l.]: Harper Perennial Modern Classics, 2005.