

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

LUCAS DE ALMEIDA CARAMES

ESTRUTURAS DE PODER, REGULAÇÃO FINANCEIRA E CRISE:

Economia Política Internacional da regulação financeira no pós-crise 2007/2008.

RIO DE JANEIRO

2016

LUCAS DE ALMEIDA CARAMES

CRISE, REGULAÇÃO FINANCEIRA E ESTRUTURAS DE PODER:

Economia Política Internacional da regulação financeira no pós-crise 2007/2008.

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia Política Internacional, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Economia Política Internacional.

Orientador: Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho

RIO DE JANEIRO

2016

FICHA CATALOGRÁFICA

- C259 Carames, Lucas de Almeida.
Estruturas de poder, regulação financeira e crise: economia política internacional da regulação financeira no pós-crise 2007-2008 / Lucas de Almeida Carames. – 2016.
226 f. ; 31 cm.
- Orientador: Ernani Teixeira Torres Filho.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional,
2016.
Referências: f. 218 – 226.
1. Regulação financeira. 2. Crise financeira. 3. Poder político – Estados Unidos.
4. Basileia III. 5. Conselho de Estabilidade Financeira. I. Torres Filho, Ernani Teixeira, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia III. Título.

CDD 343.07

FOLHA DE APROVAÇÃO

Lucas de Almeida Carames

CRISE, REGULAÇÃO FINANCEIRA E
ESTRUTURAS DE PODER: Economia Política
Internacional da Regulação Financeira no pós-
crise 2007/2008

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Economia
Política Internacional, Instituto de Economia,
Universidade Federal do Rio de Janeiro, como
requisito parcial à obtenção do título de Mestre
em Economia Política Internacional

Aprovada em: 06 / 05 / 2016

Ernani Teixeira Torres Filho

(Ernani Teixeira Torres Filho (Orientador), Doutor, IE - UFRJ)

Maurício Medici Metri

(Maurício Medici Metri, Doutor, IE - UFRJ)

Daniela Magalhães Prates

(Daniela Magalhães Prates, Doutora, IE - UNICAMP)

*Para meus pais,
Nádia, Toshio e Miguel*

Agradecimentos

Poder agradecer é um privilégio. São muitas as pessoas que fizeram parte de minha vida ao longo do período de pesquisa que deu origem a este trabalho. Há aqueles que já ofereciam suas contribuições antes da vinda ao Rio de Janeiro para o desejado aprofundamento de minha formação intelectual. Me propor a mencionar todos seria por demais presunçoso. Aqueles que não encontrarem seus nomes, ou mesmo referências a sua companhia, saibam que os abraço com muito amor e carinho independente do nome no papel. Como disse o poeta: “*nem todo mundo que é tá!*”.

Inicio agradecendo ao corpo docente do PEPI e aos funcionários da Secretaria de Pós-graduação do IE por propiciar a oportunidade de ser parte de um conjunto especial de pesquisadores das mais diversas origens intelectuais. Entusiastas do conhecimento de uma área que dá seus primeiros passos no Brasil, e tem a regalia de o fazer em um ambiente tão estimulante quanto o Instituto de Economia da UFRJ. A beleza do palácio, do Teatro de Arena e do campus como um todo, são contribuições alegóricas diante da qualidade das pessoas que compõe esse universo intelectual tão rico porque heterogêneo. Ao historiador Daniel Barreiros pela contribuição intelectual crítica e pelas ótimas aulas, ao cientista político José Luís Fiori pela contribuição intelectual de alto nível e ao economista Maurício Metri pelo exemplo de seriedade, gentileza e respeito no desempenho e trato profissional. Aos demais professores do programa um abraço com grande respeito e admiração. Um agradecimento especial ao meu orientador Ernani Torres Filho por me apresentar ao brilhantismo em algumas das melhores aulas que tive, pela sempre digna atenção e envolvimento, pelas orientações nos momentos críticos da pesquisa e força nos momentos difíceis. Foi um prazer e um grande aprendizado.

Aos companheiros de jornada pepiana, tanto da turma de mestrado e doutorado do ano de 2014 quanto os demais amigos e companheiros de outras turmas. Sempre companhias estimulantes, intelectual, profissional e pessoalmente: Rafael Andreoni, Patrícia, Vanessa, Léozão, Ricardo Oliveira, Bruno Hendler, Paulo Vitor, Ricardo Zortéa, Carlos Renato, dentre muitas outras pessoas queridas. Pelas ideias e discussões ao longo da pesquisa e também pela amizade e energia: Carol Mia. Pela constante inspiração de esperança, força, resiliência e por me ensinar pelo exemplo que só a luta muda a vida: Fábio Lima.

Aos amigos muito queridos de longa data, de convivência sacrificada pela distância, mas tão presentes em meu jeito de ser: Guidaum, Urso, Bim, Gordão, Bogus, Mudão, João, Paulo José, Vitão, Vitor Soares, Landim, Gil, Matheuzinho, Hermus aurelius, Netão, Caio, Dani boy, Bebetinho, Giane, Vitu e Helena.

Aos amigos e companheiros de morada sagrada na cidade maravilhosa, que me acolheram, me permitiram os acolher, criar laços de amizade tão importantes e significativos. Foi um grande prazer a convivência, às vezes difícil, mas sempre leal, carinhosa e presente. Como são os irmãos. Carlos Henrique Granja, Henrique Maciel, Hugo Carvalho, Pedro Bosch e Rafael Maciel. Um abraço especial ao Fábio Rodrigues, nosso cuidador, e também àqueles que me acolheram em uma nova cidade: Anderson Benson, Alisson e Felipe Augusto Roriz.

À Anneliz pelo amor intenso e cúmplice que se fez presente mesmo perante os dissabores e desafios que a vida nos reservou.

Finalmente, aos familiares. Presentes em cada passo, em cada reinvenção. Ao meu irmão Rafael pelos olhos e ouvidos sempre atentos, motivadores maiores da busca pelo meu melhor. À minha querida avó Waldete que ensinou a arte da perseverança e da resiliência. À memória de Miguel Carames, que se foi antes do final deste trabalho e deixou muita saudade de tudo que não poderemos viver. Aos meus melhores amigos, companheiros preferidos e insubstituíveis da vida, grandes fomentadores, sem os quais esse trabalho não seria possível, Nádía e Toshio com muito amor: *“a benção minha mãe, a benção meu pai, a luta de vocês que de mim fez um samurai. De perceber que o amor é forte, sempre sobressai, e que somente quem pensa fora da caixinha, vai buscar um lugar em que possa ser feliz.”*

*Os bons crucificam **necessariamente** aquele que inventa a sua própria virtude! Eis a verdade!*

(...)

O criador é a quem eles mais odeiam: aquele que quebra as tábuas e os valores antigos; a esse destruidor chamam criminoso.

Os bons, na verdade, não podem criar: são sempre o princípio do fim.

Crucificam aquele que grava novos valores em tábuas novas; sacrificam para si o futuro; e crucificam o futuro dos homens!

Os bons foram sempre o princípio do fim!

Friedrich Nietzsche

Bendito seja o senhor que deseja que cê seja o seu senhor!

Síntese

Resumo

Este trabalho objetiva analisar o fenômeno de manutenção do status-quo na regulação financeira internacional após a crise de 2007/2008, a partir de uma perspectiva estrutural da Economia Política Internacional. O Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board*) e o Acordo de Basileia III são os objetos analisados. A hipótese desenvolvida é a de que ao estabilizar e impedir o colapso do sistema monetário e financeiro internacional, através de políticas ativas e de seu poder estrutural, os EUA dirimiram os efeitos políticos sobre a esfera de regulação financeira internacional, propiciando que o padrão histórico de formulação da mesma fosse mantido. Para desenvolver esse argumento, realiza-se uma exposição teórica acerca da natureza competitiva do sistema interestatal capitalista e a formação de estruturas internacionais de poder nas quais se manifesta o poder estatal dominante dos EUA. Estes pontos são complementados com as noções de hierarquia internacional de moedas e instabilidade endógena do sistema financeiro. Em seguida se analisa o processo histórico da globalização financeira, e a relação entre as estruturas de poder e a formação da arquitetura financeira internacional. Em função desta última analisa-se a crise, o fracasso regulatório e as demandas ensejadas. Parte-se, então, para exposição da atuação dos EUA no pós-crise e para o contexto histórico de surgimento dos padrões de regulação bancária internacional. Por fim, analisam-se as iniciativas regulatórias do pós-crise, o Conselho de Estabilidade Financeira e o Acordo de Basileia III.

Palavras-chave: Regulação Financeira Internacional; Poder Estrutural; Crise Financeira 2007-2008; Basileia III; Conselho de Estabilidade Financeira

Abstract

This study aims to analyze the *status quo* persistence phenomenon in international financial regulation after the 2007/2008 global credit crisis from a structural International Political Economy perspective. The Financial Stability Board and the Basel III Accords are its object. The hypothesis it postulates is that while acting to stabilize and prevent the collapse of the international monetary and financial system, through active policy and its structural power, the U.S. helped minimize political effects over the international financial regulation sphere, allowing its historical formulation pattern to remain unaltered. The work starts from a theoretical exposition about the competitive nature of the interstate capitalist system and the consolidation of U.S. dominated international power structures. The concepts of international hierarchy of money and endogenous financial instability complement this approach. Afterwards, the historical process of financial globalization is analyzed, considering the power structures and their relation to the international financial architecture. Drawing from this perspective, the global credit crisis, regulatory failures and regulatory demands are considered, as well as the U.S. authorities' role in the aftermath of the financial crisis. Lastly, the historical context of international bank regulatory standards is exposed before analyzing the Financial Stability Board and Basel III.

Key Words: International Financial Regulation; Structural Power; 2007-2008 Financial Crisis; Basel III; Financial Stability Board.

Lista de Abreviaturas e Siglas

ABA – American Bankers Association

AIG – American International Group

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision

BCE – Banco Central Europeu

BIS – Bank for International Settlements

BNS – Banco Nacional Suíço

BP – Balança de Pagamentos

BRICS – Acrônimo para Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

CDO – Collateralized Debt Obligation

CDS – Credit Default Swaps

CPSS – Committee on Payment and Settlement Systems

DARPA – Defense Advanced Research Projects Agency

DES – Direitos Especiais de Saque

DWSR – Dollar Wall-Street Regime

ECB – European Central Bank

EPI – Economia Política Internacional

EUA – Estados Unidos da América

FATF – Financial Action Task Force

FDI – Foreign Direct Investment

FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation

FMI – Fundo Monetário Internacional

FSB – Financial Stability Board

FSF – Financial Stability Forum

GATT – General Agreement on Tariffs and Trade

GBM – Grupo Banco Mundial

GLB – Gramm-Leach-Bliley Act of 1999

IAIS – International Association of Insurance Supervisors

IASB – International Accounting Standards Board

IED – Investimento Estrangeiro Direto
IFR – International Financial Regulation
IIF – Institute for International Finance
IMF – International Monetary Fund
IOSCO – International Organization of Securities Commissions
LCR – Liquidity coverage ratio
MBS – Mortgage Backed Securities
NASA – National Aeronautics and Space Administration
NBER – The National Bureau of Economic Research
NFA – New Financial Architecture
NSFR – Net stable funding ratio
OCC – Office of the Comptroller of the Currency
OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OIT – Organização Internacional do Trabalho
OMC – Organização Mundial do Comércio
ONU – Organização das Nações Unidas
OPEC – Organization of the Petroleum Exporting Countries
OTC – Over the Counter derivatives
PIB – Produto Interno Bruto
RFI – Regulação Financeira Internacional
RMB – Renminbi
RMBS – Residencial Mortgage Backed Securities
SALT – Strategic Arms Limitation Talks
SIFI – Systemically Important Financial Institution
SIV – Special Investment Vehicles
SME – Sistema Monetário Europeu
SMFI – Sistema Monetário-Financeiro Internacional
SMI – Sistema Monetário Internacional
SNB – Swiss National Bank
TARP – Troubled Asset Relief Program

TRN – Transnational Regulatory Network

UE – União Europeia

UK – United Kingdom

URSS – União das Repúblicas Socialistas Soviéticas

US – United States

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	14
CAPÍTULO 1 – A formação do Sistema monetário e financeiro internacional da globalização financeira	20
1.1 Introdução conceitual a formação e funcionamento do SMFI	20
1.1.1 <i>O PARADOXO DO HIPERPODER, O SISTEMA INTERESTATAL CAPITALISTA E O MOVIMENTO DINÂMICO DE ACUMULAÇÃO DE PODER E RIQUEZA</i>	24
1.1.2 <i>O PODER ESTRUTURAL</i>	31
1.1.3 <i>HIERARQUIA DAS MOEDAS</i>	48
1.1.4 <i>REGULAÇÃO FINANCEIRA, INSTABILIDADE ENDÓGENA E TIPOS DE REGULAÇÃO</i>	60
1.1.5 <i>SÍNTESE CONCEITUAL E JUSTIFICATIVA TEÓRICA</i>	67
1.2 A crise dos 1970: desafios políticos, decisões para a globalização e reestruturação do SMFI	75
1.2.1 <i>ANTECEDENTES HISTÓRICOS: BRETTON WOODS E A HEGEMONIA DOS EUA</i>	78
1.2.2 <i>A CRISE DOS 1970 E OS FUNDAMENTOS DA GLOBALIZAÇÃO</i>	83
1.2.3 <i>DÓLAR-FLEXÍVEL E REESTRUTURAÇÃO INTERESTATAL CAPITALISTA</i>	97
1.3 Arquitetura Financeira Internacional e a expansão do Sistema Monetário Financeiro Internacional	107
1.3.1 <i>O DESENVOLVIMENTO DA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL</i>	109
1.4 Conclusões	126
CAPÍTULO 2 – Crise de 2007/2008, pós-crise e regulação financeira internacional	129
2.1 Crise e demandas regulatórias	131
2.1.1 <i>CRISE, ARCABOUÇO REGULATÓRIO CONSOLIDADO E SEUS EQUÍVOCOS</i>	133
2.1.2 <i>AS DEMANDAS E EXPECTATIVAS REGULATÓRIAS</i>	147
2.2 O Pós-Crise: Ambiente Político e iniciativas regulatórias	153
2.2.1 <i>GUARDIÃO DO SISTEMA E ESTABILIDADE ESTRUTURAL</i>	157
2.3 O tema da Regulação Financeira Internacional e as iniciativas do pós-Crise	173
2.3.1 <i>HISTÓRICO DA REGULAÇÃO BANCÁRIA INTERNACIONAL</i>	175
2.3.2 <i>O CONSELHO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA</i>	193
2.3.3 <i>O ACORDO DE BASILEIA III</i>	202
2.4 Conclusões	210
CONSIDERAÇÕES FINAIS	213
REFERÊNCIAS	218

INTRODUÇÃO

why do states fail to act to regulate and stabilize an international financial system which is known to be vitally necessary to the 'real economy' but which all the experts in and out of government now agree is in dangerous need of more regulation for its own safety? Theories result.

Susan Strange

Dessas diversas hierarquias sociais – as do dinheiro, as do Estado, as da cultura-, que entretanto se defrontam e se apoiam, qual delas desempenham o papel principal? Pode-se responder como já respondemos: ora uma, ora outra.

Fernand Braudel

O fato que mais causou estranheza, e, por conseguinte, motivação e curiosidade para essa pesquisa foram as mudanças apenas incrementais que ocorreram no nível da regulação financeira internacional (RFI) após a crise de 2007/2008. As crises financeiras foram historicamente os episódios chave que influenciaram as grandes transformações regulatórias nos sistemas financeiros (BRUNNERMEIER et al, 2009). No caso mais recente, contudo, as mudanças ficaram aquém do que o momento permitiria e essa janela de oportunidades não foi até agora aproveitada (MOSCHELLA & TSINGOU, 2013).

A manutenção do funcionamento estrutural do sistema monetário e das finanças internacionais causa curiosidade. Pela falta de transformação substancial, Helleiner (2014) denominou a crise do *subprime* como a crise do status-quo. Após um colapso financeiro que se alastrou por todo o globo, e do qual ainda se percebem efeitos, surgiram expectativas¹ de mudanças na organização do capitalismo financeiro. Em especial quanto à ampliação do nível de regulação. Esperava-se o constrangimento daquelas atividades tidas como originárias da crise, e que potencializaram seu efeito negativo, como por exemplo, o alto grau de alavancagem das instituições financeiras:

¹ Bresser-Pereira (2009: 69) destacou a muito provável transformação do capitalismo financeiro: “o capitalismo permanecerá instável, mas em menor grau. O aprendizado social acabará por prevalecer. O capitalismo encabeçado pelo setor financeiro desmontou instituições e esqueceu as teorias econômicas aprendidas após a Grande Depressão da década de 1930; desregulou irresponsavelmente os mercados financeiros e baniou as ideias keynesianas e desenvolvimentistas. Agora, os países irão dedicar-se a uma nova regulação dos mercados.”.

Similarly to the 1930s, when a regulatory clampdown on banking activity was adopted to restore confidence in the US financial sector, the crisis that started in 2007 raised expectations of a profound overhaul of the financial system and its global interconnectedness, that is, the factors that were understood to be at the heart of the crisis. (MOSCHELLA & TSINGOU, 2013: 193)

A solidez dessas expectativas adveio de uma série de eventos: a) o fato de esse mesmo sistema já ter produzido outras crises em economias em desenvolvimento, das quais a mais notável foi a crise do leste asiático em 1997/1998; b) a origem do *crash* ser o mais importante e sofisticado sistema financeiro da economia internacional, os EUA; c) o esclarecimento das contradições entre o discurso neoliberal baseado na desregulação e os efeitos reais produzidos pela mesma; e d) o ganho de relevância pública do tema da regulação financeira nas sociedades dos países centrais do capitalismo global, dentre outros acontecimentos.

Parte da literatura reconhece que, na esfera ideacional, há uma tendência à derrocada do neoliberalismo como ideologia orientadora dos arranjos financeiros. Tal movimento foi desencadeado pelo fracasso técnico da hipótese dos mercados eficientes²: *“The current crisis can be seen as a “natural experiment” to test the efficient-market theory. The theory fails, because the crisis has been driven from the least regulated and most competitive parts of the financial market.” (WADE, 2008: 34).*

Dessa maneira, os temas associados à desregulação financeira e aos riscos presentes nessa condição da economia internacional pareciam estar no cerne não apenas de uma reflexão, mas de um momento político propício para uma transformação, motivando percepções de autoridades e especialistas ao redor do mundo. Peer Steinbrück, ministro das finanças alemão declarou em 2008 que: *“The US will lose its status as the superpower of the world financial system. This world will become multipolar”*, e ainda previu que: *“When we look back 10 years from now, we will see 2008 as a fundamental rupture. I am not saying the dollar will lose its reserve currency status, but it will become*

² A hipótese dos mercados eficientes foi desenvolvida por Eugene Fama na década de 1970. Segundo esta hipótese, os mercados acionários possuem eficiência em precificar o risco dos ativos, de acordo com as informações relevantes disponíveis, permitindo a redução da incerteza futura no capitalismo, contribuindo para a mais eficiente alocação de recursos através da adequação entre investimentos e desejos dos consumidores. Entende-se que os preços dos ativos refletem os riscos, e quem os assume o faz racionalmente. (LIMA, 2003).

*relative*³. Martin Wolf, comentarista financeiro chefe do jornal britânico *Financial Times*, teve uma percepção semelhante:

The transformation will surely go deepest in the financial sector itself. The proposition that sophisticated modern finance was able to transfer risk to those best able to manage it has failed. The paradigm is, instead, that risk has been transferred to those least able to understand it. (WOLF, 2009)

Passados alguns anos do colapso financeiro, do suposto fracasso neoliberal e do surgimento das expectativas de uma nova "revolução" regulatória, o fenômeno que se observou, contudo, foi a manutenção do *status quo* na arquitetura financeira da economia internacional. Apesar de alguns avanços no nível de regulação financeira, não se observaram constrangimentos significativos aos principais aspectos do sistema responsabilizados como as causas da crise⁴.

Os fluxos internacionais de capital continuam sem grandes limitações, a regulação de derivativos de balcão (*OTC derivatives*) se limitou a criação de supervisão e registro das atividades, os controles macroprudenciais para a atividade bancária foram superficialmente adotados, a separação entre os bancos comerciais e de investimento também não avançou.

A governança financeira global avançou na representatividade de países em desenvolvimento, mas não avançou em termos institucionais significativos, já que a Conselho de Estabilidade Financeira (FSB⁵), que originalmente foi criado em abril de 2009 para lidar com essa temática, não obteve o mandato e os meios para fazer cumprir internacionalmente seus objetivos de coordenação da implementação regulatória (HELLEINER, 2014).

O maior trunfo nesses avanços, no bojo dos acordos de Basileia III, foi a inclusão de provisões superficiais para conter o risco sistêmico, através da ampliação do mínimo de capital requerido às instituições financeiras para funcionar como recursos frente a desequilíbrios inesperados. Avanços que representam a continuidade do padrão de

³ (BENOIT, 2008)

⁴ Algumas inovações regulatórias como a *Volcker Rule*, que limita as operações alavancadas por conta própria, e os coeficientes de capital não ajustados a risco tiveram algum impacto sobre os bancos que emitem depósitos.

⁵ Do inglês *Financial Stability Board*. A FSB foi criada originalmente em abril de 2009 como a sucessora do *Financial Stability Forum* (FSF) com um mandato ampliado para promover a estabilidade financeira. (FSB).

regulação micro-prudencial, com pouca atenção sendo dispensada a mecanismos eficazes de controles sobre os riscos sistêmicos⁶ (macroprudenciais).

Com efeito, aqueles que despontaram como os principais vetores de transformação fracassaram ou tiveram a força de suas iniciativas contidas após algum tempo e avanços pouco significativos frente a transformação esperada. Na interpretação de Helleiner (2014) quatro acontecimentos marcaram o pós-crise e despontaram como possibilidades de mudança:

a) **A criação do Fórum dos líderes do G20**, um espaço renovado de discussão política dos rumos da economia internacional, alternativa mais inclusiva em relação à interlocução desenvolvida no âmbito do G7/G8;

b) **O sério questionamento do papel do dólar como moeda internacional;**

c) O rápido **comprometimento dos líderes do G20 com a ampliação da regulação internacional**, assim como com medidas de alívio às dificuldades econômicas; e

d) **A criação do FSB**, tido por alguns como o quarto pilar da governança financeira global junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), a Organização Mundial do Comércio (OMC) e o Grupo Banco Mundial (GBM).

Tais transformações, que deveriam ser substanciais e guardavam a potencialidade de transformação estrutural do Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), foram barradas pelo poder estrutural dos Estados Unidos e por seu posicionamento ativo nas negociações regulatórias. Pesou, ainda, a capacidade de os Estados Unidos agirem como estabilizadores do sistema durante a crise, o que rapidamente resgatou a força dos arranjos de poder e riqueza que sustentam a economia internacional desregulada. Frente às políticas ativas dos EUA, contou também a incapacidade de articulação de China e Europa. (HELLEINER, 2014).

Partindo-se do contexto e das contribuições expostas, neste trabalho, levanta-se a seguinte pergunta de pesquisa: Por que se observa a manutenção do *status quo* no nível

⁶ Para uma análise que contemple a regulação micro e a regulação macroprudencial, suas diferenças e propostas regulatórias com base nesse segundo princípio, vide Brunnermeier et al (2009).

de regulação financeira internacional, mesmo após o evento da crise financeira de 2007/2008?

A hipótese que se desenvolve é a de que ao estabilizar e impedir o colapso do sistema monetário e financeiro internacional, através de políticas ativas e de seu poder estrutural, os EUA dirimiram os efeitos políticos sobre a esfera de regulação financeira internacional, propiciando que o padrão histórico de formulação da regulação financeira internacional fosse mantido.

Entende-se que a questão da regulação financeira internacional como fenômeno recente está atrelada às raízes de um complexo arcabouço monetário e financeiro perpassado pela competição interestatal política e econômica. A própria regulação pode ser compreendida como manifestação das relações de poder e riqueza que perpassam a economia internacional. Conforme destacou Peter Gowan (2009: 66), ao analisar as implicações da crise: "Os efeitos ideológicos da crise serão significativos, apesar de que, é claro, muito menos significativos do que o imaginado por aqueles que acreditam que os *regimes financeiros são produto de paradigmas intelectuais e não de relações de poder.*" (grifo nosso).

O objetivo deste trabalho, nesse sentido, é o de analisar a RFI a partir de uma perspectiva estrutural de Economia Política Internacional. A instabilidade financeira atual, raiz do colapso econômico originado no mercado *subprime*, está atrelada ao funcionamento do próprio SMFI. Essa vicissitude, percebida pelas crises financeiras ocorridas desde os anos 1980, tem origem na reorganização da economia internacional a partir da derrocada dos acordos de Bretton Woods.

Para analisar o fenômeno em tela, portanto, é fundamental compreender o surgimento dos processos históricos que configuraram a globalização financeira. Para, em seguida, analisar a questão da regulação financeira internacional e o objeto da regulação do pós-crise com os casos do Acordo de Basileia III e a criação do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB).

Diante disso, este trabalho se divide em dois capítulos. No primeiro capítulo se analisa o sistema monetário e financeiro internacional. No primeiro item, expõem-se os alicerces conceituais do trabalho. Procura-se justificar a escolha pela Teoria do Poder Global, em específico a noção de sistema interestatal capitalista e a do movimento sistêmico de acumulação de poder e riqueza, e também a escolha pelo conceito de Poder

Estrutural desenvolvido por Susan Strange. Esses alicerces são complementados com a noção de hierarquia das moedas e uma breve exposição sobre o tema da regulação financeira.

No segundo item tenciona-se explorar as origens do sistema monetário e financeiro internacional atual. Tendo como marco o surgimento do Euromercado e os desafios políticos e econômicos enfrentados pelos EUA na década de 1970. Expõem-se os arranjos de Bretton Woods para em seguida analisar os movimentos e decisões de ruptura com o ordenamento do pós-guerra em direção à reconfiguração do SMFI com a globalização financeira.

No terceiro item é analisada a arquitetura financeira internacional que se forma a partir dessas decisões localizadas na década de 1970. São destacadas as inovações financeiras e as transformações no funcionamento do sistema financeiro a partir dos anos 1980. O intuito é prover uma análise estrutural sobre o funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional que está na raiz da crise financeira internacional de 2007/2008.

No segundo capítulo são abordadas a crise de 2007/2008, a regulação financeira internacional e as iniciativas nesta esfera ensejadas pelo colapso financeiro. Inicia-se o primeiro item com exposição dos eventos que levaram ao colapso do mercado imobiliário dos EUA. É ressaltada a relação das características da arquitetura financeira internacional com a crise, a extensão dos efeitos negativos da mesma sobre o SMFI e as demandas regulatórias surgidas.

No item seguinte, analisam-se as respostas das autoridades do sistema interestatal capitalista diante do contexto de conturbação econômica e política internacional, com foco na atuação estadunidense, e a relação de influência dessas iniciativas com o ambiente político internacional que se consolida ao redor da regulação financeira internacional.

O último item aborda diretamente a RFI. Busca se complementar a análise estrutural desenvolvida com o contexto histórico da regulação financeira a partir de seus primeiros contornos internacionais. Espera-se, assim, facilitar a compreensão das iniciativas do pós-crise, que são analisadas em seguida, com foco para a criação do Conselho de Estabilidade Financeira e o Acordo de Basileia III. Na conclusão são feitas as considerações finais da pesquisa.

CAPÍTULO 1 – A formação do Sistema monetário e financeiro internacional da globalização financeira

In the study of political economy it is not enough, therefore, to ask where authority lies – who has power. It is important to ask why they have it – what is the source of power. Is it command of coercitive force? Is it the possession of great wealth? Is it moral authority, power derived from the proclamation of powerful ideas that have wide appeal, are accepted as valid and give legitimacy to the proclaimers, whether politicians, religious leaders or philoshophers? (Strange, 1994: 23).

Em face da exposição introdutória deste trabalho, o objetivo deste capítulo é analisar a formação do sistema monetário e financeiro internacional em sua configuração atual. Seguindo o conselho de Susan Strange na epígrafe acima, procura-se entender qual a origem do poder norte-americano sobre o SMFI.

Esse capítulo segue da seguinte maneira: na primeira parte é realizada uma exposição conceitual sobre os alicerces interpretativos da análise sobre a globalização financeira e sobre o fenômeno da RFI. Na segunda parte o processo de globalização financeira é analisado historicamente. Na terceira e última parte o foco recai sobre a arquitetura financeira internacional e suas características específicas de estrutura e funcionamento.

1.1 Introdução conceitual à formação e funcionamento do SMFI

O processo de globalização financeira é um fenômeno de grande complexidade e que foi abordado por inúmeros trabalhos. Diferentes campos científicos, como a Economia Política, a Ciência Política, a Sociologia e as Relações Internacionais⁷ forneceram subsídios interpretativos para destacar variáveis concernentes e produzir explicações expressivas. Neste trabalho, como o foco é o tema da regulação financeira internacional, foram revisados os trabalhos que lidam com as transformações econômicas e políticas observadas no nível internacional. Buscou-se compreender como se iniciou o

⁷ Neste trabalho utilizaremos letras maiúsculas para nos referir à disciplina/campo científico/área do conhecimento de RI. O nome relações internacionais com letras minúsculas representará o campo de variados fenômenos internacionais que são objeto do primeiro.

processo da globalização financeira, quais foram os atores centrais e como eles se beneficiaram das mudanças que ocorreram no sistema monetário e financeiro internacional.

Por fazer parte do rol dos conceitos largamente utilizados, com variadas definições, e pela centralidade para a interpretação desenvolvida neste trabalho, cabe uma especificação do termo globalização financeira antes de se prosseguir à exposição metodológica. Reconhecendo a imprecisão do termo, Benjamin Cohen (2008: 79-80) estabelece pontos fundamentais ao tratar isoladamente do termo globalização:

What do we mean by globalization? Though there is no standard definition of the term, most sources agree on the essentials. In its economic dimension, globalization is equated with an increasingly close integration of national markets - a fundamental transformation of economic geography. In place of territorially distinct economies, we are said to be moving toward a more unified model, a truly global marketplace. Production processes and financial markets are becoming more international, transcending space. Economic networks are spreading without regard for distance or borders. Transactions are speeding up, compressing time, and relations are growing more and more intense, deepening linkages. In short, the term globalization represents a dramatically new spatial organization of economic activity. (Cohen, 2008: 79-80).

A formação de um mercado global pela integração dos vários mercados nacionais e processos de produção e mercados financeiros conectados com os mercados internacionais são aspectos também reconhecidos por Chesnais (1996). Este ainda enfatiza o papel da tecnologia como condição permissiva e como fator de intensificação da globalização.

Contudo, este trabalho se utiliza de uma conceituação um pouco mais específica. Ao agregar ao termo a dimensão financeira (globalização financeira), busca-se referir à aspectos específicos de transformação do sistema financeiro internacional. Assume-se também, portanto, o termo globalização financeira como composto pela integração crescente entre mercados financeiros nacionais e os centros financeiros *offshore* (PRATES, 1997), com uma característica de desregulamentação das atividades financeiras, eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros (PRATES, 2002), expansão da disponibilidade de instrumentos financeiros (derivativos e títulos negociáveis) (PRATES, 1997) e maior interpenetração entre as finanças nacionais e globais.

Cabe ressaltar, ainda, que esse processo histórico carrega em si a mudança no regime de câmbio praticado internacionalmente, e é marcado pela conquista de lucros excepcionais pelos setores financeiros, em especial por parte das instituições nos principais centros financeiros internacionais. Produz uma necessidade de adaptação⁸ da atividade econômica (privada, estatal nacional e internacional) ao desencadeamento das forças de mercado.

Outro conceito, igualmente polêmico, amplamente utilizado e que carece de definição prévia é o de Hegemonia. Neste trabalho, o termo hegemonia se vale da conceitualização desenvolvida por Arrighi (1994) a partir de sua adaptação do mesmo conceito oriundo dos trabalhos de Antonio Gramsci. Complementa-se, oportunamente, tal conceito através das reflexões históricas presente em Fiori (2005c).

Giovanni Arrighi, parte da noção utilizada por Antonio Gramsci, de que a hegemonia é um tipo específico de dominação política, na qual o líder, ou dominante, coopta os dominados. Isto é, convence-os de que sua liderança é mais do que apenas a expansão do próprio poder. É também uma expressão da expansão do poder dos próprios dominados. Dessa feita:

É verdade que o Estado é visto como o instrumento de um grupo particular, destinado a criar condições favoráveis para a máxima expansão deste. Mas o desenvolvimento e a expansão do grupo específico são concebidos e apresentados como sendo a força motriz de uma expansão universal, de um desenvolvimento de todas as energias “nacionais”. (GRAMSCI, 1971: 181 – 182 apud in ARRIGHI, 1994: 28).

Adaptando tal interpretação ao nível internacional, Arrighi desenvolve a seguinte noção acerca da hegemonia de um Estado na relação com os demais Estados e outros atores internacionais:

Portanto, um Estado pode tornar-se mundialmente hegemônico por estar apto a alegar, com credibilidade, que é a força motriz de uma expansão geral do poder coletivo dos governantes perante os indivíduos. Ou, inversamente, pode tornar-se mundialmente hegemônico por ser capaz de afirmar, com credibilidade, que a expansão de seu poder em relação a um ou até a todos os

⁸ “Mesmo assim, é preciso que a sociedade *se adapte* (esta é a palavra-chave, que hoje vale como palavra-de-ordem) às novas exigências e obrigações, e sobretudo que descarte qualquer ideia de procurar orientar, dominar, controlar, canalizar esse novo processo. Com efeito, a globalização é a expressão das “forças de mercado”, por fim liberadas (pelo menos parcialmente, pois a grande tarefa da liberalização está longe de concluída) dos entraves nefastos erguidos durante meio século.” (CHESNAIS, 1996: 25). Grifo original.

outros Estados é do interesse geral dos cidadãos de todos eles. (Arrighi, 1994: 30).

Segundo Arrighi (1994: 66-67), portanto, a hegemonia estadunidense se afirma no pós-guerra frente a um caos sistêmico que possuía como principais demandas, a extensão dos direitos à auto gerência e autodeterminação aos povos não orientais, bem como o reconhecimento da legitimidade de suas culturas e a proteção do Estado às massas não proprietárias, ou seja, os proletários. Ressalta também a importância da reestruturação da rede de comércio internacional, principalmente efetivada através da reconstrução econômica dos países ocidentais europeus. Um importante ponto da agenda norte-americana, pois, incorporando o interesse geral das nações europeias, facilitou a consolidação de sua liderança hegemônica.

Com estes conceitos esclarecidos, para analisar o fenômeno da globalização financeira que conta com a renovação das estruturas da economia internacional e da própria liderança⁹ internacional dos EUA a partir dos anos 1970, adota-se a interpretação de José Luís Fiori (2005a) sobre o movimento expansivo do que o autor denomina sistema interestatal capitalista. Tem-se como fundamental o comportamento sistêmico das unidades de poder presentes no sistema, os Estados/economias nacionais, no sentido de acúmulo de poder e riqueza em direção ao objetivo do Poder Global.

A contribuição teórica dessa dinâmica sistêmica, e do conceito de poder que se deriva da mesma, permite complementar a interpretação do Poder Estrutural, alicerce principal da análise sobre o objeto da RFI.

Inicia-se, portanto, com uma exposição conceitual a partir daquela que se assume ser a natureza do sistema interestatal capitalista com base na Teoria do Poder Global. O movimento sistêmico de longa duração de acumulação de poder e riqueza desempenhado pelas economias nacionais.

Em seguida, analisa-se o conceito de Poder Estrutural, proposto por Strange (1987; 1994). Assume-se que após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, ocasionada no contexto da crise dos 1970, fortaleceram-se as estruturas do poder internacional norte-americano. Dada a importância do dólar para a economia internacional expõe-se

⁹ Os termos hegemonia e liderança não são utilizados como sinônimos neste trabalho. Hegemonia possui o significado específico definido no texto e liderança se refere à posição hierárquica superior dos Estados Unidos no jogo da política interestatal. Em tempo, uma hegemonia é uma liderança, nem toda liderança é necessariamente uma hegemonia.

brevemente a questão da Hierarquia das moedas, desenvolvido por Conti (2011). Em seguida é realizada uma breve contextualização sobre o tema da regulação financeira, expondo a questão do risco como endógeno ao Sistema Financeiro e os tipos de regulação financeira existentes. Por fim, a seção é concluída com uma reflexão de síntese e justificativa interpretativa.

1.1.1 O PARADOXO DO HIPERPODER, O SISTEMA INTERESTATAL CAPITALISTA E O MOVIMENTO DINÂMICO DE ACUMULAÇÃO DE PODER E RIQUEZA

Benjamin Cohen (2008) aponta como a crise dos 1970¹⁰ estimulou o desenvolvimento da área de Economia Política Internacional¹¹ na academia estadunidense e também britânica de Relações Internacionais. Os sinais de instabilidade na economia internacional eram percebidos como efeitos de uma transformação sistêmica que estava ocorrendo naquele momento. Surgia o que o autor chama de “*A Really Big Question*”, qual seja: o que explicava a transformação sistêmica? (Cohen, 2008: 66)

Conforme destaca o autor, surgiram explicações centradas principalmente no declínio do poder dos Estados Unidos como sendo o motivador de uma mudança sistêmica ampla. Essas interpretações compartilhavam da noção proposta por Kindleberger (1973)¹² sobre a importância de um Estado hegemônico na provisão de ambiente necessário para o desenvolvimento de regimes internacionais fortes, com regras precisas e majoritariamente obedecidas dando suporte a economia internacional.

Nesse sentido, formou-se a percepção de que a decadência da hegemonia norte-americana era o fator causal da transformação em curso. A questão sistêmica passou a ocupar o centro da agenda de pesquisas:

¹⁰ Trataremos de maneira mais detida da crise na próxima seção deste capítulo.

¹¹ Apesar do interesse acerca dessa questão ter se esvaecido ao longo dos últimos anos, com foco em outros temas de pesquisa, Cohen destaca que os estudos sobre transformação sistêmica legaram ao campo relevante desenvolvimento conceitual, sendo o berço da Teoria da Estabilidade Hegemônica, e de outras explicações centrais para a EPI como as interpretações de Robert Gilpin, Robert Cox, Susan Strange, dentre outros.

¹² “*The international economic and monetary system needs leadership, a country which is prepared, consciously or unconsciously, under some system of rules that it has internalized, to set standards of conduct for other countries; and to seek to get other to follow them, to take on an undue share of the burdens of the system, and in particular to take on its support in adversity by accepting its redundant commodities, maintaining a flow of investment capital and discounting its paper.*” (KINDLEBERGER, 1973: 28) apud (COHEN, 2008: 71).

America's hegemony appeared to be going into decline. Gulliver was shrinking. Thus, in U.S. academic circles it seemed natural to focus on hegemony as the central driver of change. A historical transition did seem in progress. Systemic transformation was equated with hegemonic decline. (COHEN, 2008: 67).

São vários os autores que desenvolveram a agenda da transformação sistêmica, operando de ângulos diferentes. Wallerstein (1984) e Arrighi (1994), por exemplo, trabalharam a partir de uma perspectiva de longa duração do sistema capitalista, Krasner (1993) e Keohane (1984) da perspectiva da governança através dos regimes internacionais, Gilpin (2002) preocupado com o funcionamento da economia internacional. O que há em comum entre as diferentes interpretações é o reconhecimento da importância de um Estado com poder o suficiente para prover arranjos coletivos que permitam a manutenção da paz e da estabilidade econômica.

Com a vitória estadunidense na Guerra Fria, contudo, as teorias que sugeriram o declínio hegemônico¹³ foram contraditas em suas previsões. Além disso, a demonstração de força militar na Guerra do Golfo (Agosto de 1990 a Fevereiro de 1991), e a retomada do crescimento econômico dos EUA, a partir dos anos 1990, criaram outra contradição para as teorias.

Conforme destaca Fiori (2005a: 13-15), a recuperação do *hegemon*, para um patamar de poder relativo ainda mais proeminente do que nos anos 1970 não propiciou a estabilização do sistema, como era de se esperar segundo aquelas teorias da década de 1980. O pequeno crescimento econômico internacional nos anos 1990, com a exceção de Estados Unidos, China e Índia demonstraram a dificuldade da superpotência em oferecer condições a uma expansão mais ampla da economia mundial. Concomitantemente, mesmo dotada de significativa capacidade de liderança - como pôde-se observar pela desregulação financeira empreendida em vários países, pelo avanço da liberalização comercial, com o advento de Rodadas do GATT¹⁴ e a criação da OMC, e pelo crescimento de seu poder industrial-tecnológico, militar, financeiro e cultural - o que se observou foi um período de baixo crescimento sistêmico e crises financeiras frequentes, apesar de localizadas.

¹³ Dentre os quais se destacam: Arrighi (1994); Gilpin (2002 [1989]); Kennedy (1989).

¹⁴ *General Agreement on Tariffs and Trade*.

Nesse sentido, o *paradoxo do hiperpoder* americano está em que as teorias concebidas a partir da década de 1970 compreendem que um poder internacional como o dos Estados Unidos na década de 1990 deveria gerar estabilidade ao sistema. Através do arranjo econômico internacional pautado no liberalismo comercial e por sua capacidade de influenciar o comportamento dos demais Estados a permanecer na ordenação criada e sustentada por seu poder. O que se observou, no entanto, a partir da década de 1990, quando os EUA, em comparação aos 20 anos anteriores, gozam de ampliado poder relativo aos demais Estados, foi o advento de várias crises financeiras, baixo crescimento econômico, muitas intervenções militares periféricas, atentados terroristas, e questionamento da hegemonia do país. Ora, como compreender esse paradoxo?

Fiori (2005a) tem essa pergunta na origem de sua investigação. A partir dela, se lança numa pesquisa teórica, com base em uma extensa revisão histórica, a fim de compreender de maneira aprofundada a relação entre projeção de poder, o processo de acumulação de riquezas e a relação dessa dinâmica para com o sistema interestatal capitalista.

Sua análise se pautará no recuo histórico para o período anterior ao surgimento do Estado e do capitalismo no continente europeu. Seguirá os processos que ensejam a conformação desse tipo específico de organização política e econômica, enxergando na relação indissociável entre as duas o berço do atual sistema interestatal capitalista. Nas palavras do autor, sua pesquisa visa entender:

(...) a relação das guerras com o processo de formação e expansão dos poderes territoriais europeus; e para captar o momento e os desdobramentos do encontro entre este processo de centralização de poder com o movimento simultâneo da acumulação da riqueza, antes e depois do surgimento dos estados e das economias nacionais europeias. (FIORI, 2005a: 19)

Em sua pesquisa histórica, Fiori (2005a) aponta que o que ocorre na Europa ao longo dos séculos XIII e XIV e em diante é uma constante luta por territórios e riqueza, com formação de fronteiras entre as organizações políticas, aprofundamento de identidades, e constantes e competitivas reorganizações do poder e da riqueza até o surgimento dos Estados:

Durante esse longo período secular de acumulação originária do poder e da riqueza, estabeleceram-se relações incipientes entre o mundo das trocas e o mundo das guerras, mas só depois que os poderes e os mercados se “internalizaram” mutuamente é que se pode falar do nascimento de uma nova

força revolucionária, com um poder de expansão global, uma verdadeira máquina de acumulação de poder e riqueza que só foi inventada pelos europeus: “os estados/economias nacionais”. (FIORI, 2005a: 22).

O nascimento espontâneo¹⁵ dessa organização política e econômica específica ocorre por conta da realidade competitiva na qual estão inseridas as unidades de poder e é marcada pela guerra. Esta é o elemento orgânico do sistema interestatal capitalista, a força que alicerça seu movimento de crescimento constante. Permite a centralização do poder pois integra territórios e populações. Através do poder centralizado é que se exploram as possibilidades de riqueza e se renovam os movimentos de guerra.

Portanto, a dinâmica competitiva observada no continente, leva ao amadurecimento de tendências de longo prazo de dominação territorial e centralização de poder militar e político sustentadoras e sustentadas pela capacidade de acumulação de riqueza. Mesmo depois da paz de Westfália em 1648, as guerras: “(...) seguiram sendo o motor fundamental deste Sistema, sua verdadeira força expansiva e “integradora”, o seu instrumento preferencial de acumulação e centralização do poder político, nos séculos seguintes.” (FIORI, 2005a: 24)

Nesse sentido, Fiori (2005a; 2014), na esteira de Fernand Braudel, Charles Tilly, e Norbert Elias, compreende que há um sistema interestatal capitalista forjado a partir do surgimento dos Estados-economias nacionais europeus em meados do século XV. A origem do sistema foi marcada por intensa competição territorial, econômica e política, características que estarão sempre presentes em sua história. Tendo a guerra como elemento dinâmico, esse sistema irá se expandir, projetando poder para fora do pequeno continente e levando sua maneira de organização política e econômica pelo resto do mundo.

Uma das mais relevantes características desse sistema é a de que foi o poder político que deu origem aos mercados nacionais. Foi a partir da vontade política de se valer dos frutos da atividade econômica de determinado território em função de garantir

¹⁵ “Não existiu nenhum cálculo racional ou planejamento estratégico de longo prazo nesse movimento expansivo dos poderes locais. Não houve determinismo de nenhuma espécie, nem é possível identificar nenhum centro de poder ou príncipe que tenha sido o sujeito consciente do projeto que conduziu a Europa na direção dos estados nacionais.” (FIORI, 2005a: 22)

vantagem competitiva na guerra, que surgiram os meios de controle desses espaços através de uma autoridade centralizadora.

Mas por que essas unidades empreenderam um processo de expansão de suas fronteiras e conquista de territórios ao invés de se manterem autodeterminadas e em paz? O que as compeliu à guerra?

Nesse ponto entra a relevância da *estrutura de segurança*¹⁶ das relações internacionais para essas entidades políticas. Fiori (2005a) atribui à formação de “zonas de segurança” das unidades políticas o eventual confronto entre as mesmas. Ou seja, ao definir um espaço geográfico de segurança além de suas fronteiras, as unidades políticas acabam encontrando conflito pelo interesse de segurança que outras unidades vizinhas também possuem.

Às unidades de poder não está aberta a possibilidade de satisfação com o próprio território, porque o jogo competitivo implica uma dinâmica de “quem não sobe, cai”. A constante demanda pela expansão do próprio poder e capacidade de acumulação pela manutenção da segurança. Esse é o movimento interessante a este trabalho, citado no início dessa seção, que o autor reconhece como sistêmico e se reproduz em patamares cada vez mais elevados de disputa de poder.

Dessa maneira, o papel da guerra é central por ser uma questão de sobrevivência básica das unidades territoriais, e ao mesmo tempo em que representava sua possível destruição, trazia em si o gérmen da continuidade. Seguindo o raciocínio, mediante as guerras, diversas unidades políticas territoriais foram se sobrepondo, formando regiões maiores, tendo o sistema de competição e poder levado à consolidação de uma determinada forma de se organizar a produção material, e a projeção de poder, conformadas no Estado/economia nacional.

Depreende-se dessa reflexão, como o próprio autor afirma, que nem a hegemonia e nem o império são capazes de ordenar e estabilizar o sistema político mundial de forma permanente. O sistema só é estável e ordenado a partir da perspectiva da guerra, da competição, da disputa e do desejo pelo expansionismo do poder.

¹⁶ Um dos aspectos do Poder Estrutural de Susan Strange que trataremos na seção seguinte, e que aproxima a interpretação teórica-conceitual dos dois autores.

Tendo, como descrito, a guerra no centro da dinâmica de um sistema que se criou e desenvolveu a partir de meados do século XVI, a questão da reprodução material se torna central em sua relação com os meios de guerra e, portanto, com a acumulação do poder dos Estados nacionais.

A relação entre as armas e a produção são anteriores ao século XVI, mas o que é fundamental na visão do autor é a instituição de uma moeda pública e a imposição de impostos dentro de determinado território. A capacidade de tributação é fundamental para a autoridade central financiar sua capacidade de defesa, projeção do poder e coesão interna.

A união do Poder ao Dinheiro permite, assim, que o primeiro amplie sua capacidade de acúmulo e projeção, enquanto o segundo garante uma expansão através da conquista. Ou seja, a união aumenta as possibilidades de lucro capitalista e de vitórias ou barganha em disputas militares.

Há, nesse sentido, um processo de estreitamento de laços responsável por produzir uma tendência de centralização do poder dos grandes monopólios econômicos em detrimento de sua fragmentação (tendência anterior) quando o território deixa de ser a forma dominante de riqueza, passando a moeda a ocupar tal posição. A preparação para a Guerra amplia a possibilidade de valorização do capital, enquanto que, apesar das destruições geradas pela mesma, a vitória permite o oferecimento de explorações econômicas monopolistas que permitem uma lucratividade extraordinária ao capital.

Fiori (2005a) propõe as seguintes fórmulas para explicar seu pensamento:

$P-D-P'$; $D-P-D'$; $D-D'$

Onde P é Poder, D é Riqueza e P' e D' são as expansões do acúmulo inicial de poder ou o dinheiro/riqueza ampliados pelo processo de transformação. Nesse esquema, na primeira fórmula, D representa o recurso que os detentores de P aplicam, geralmente nos meios de guerra, para conquistar mais poder (P') em acordo com o movimento sistêmico de acumulação de poder e riqueza.

Esse movimento é complementado pela oportunidade que o poder abre para a acumulação excepcional de D, transformando-o em D'. Ao se associar aos detentores de poder os capitalistas conquistam privilégios de acumulação excepcional, seja pela garantia monopolista, pela proteção setorial, por privilegiados contratos diretos, etc. Cabe

ressaltar a interdependência que há no sistema entre poder e riqueza identificada por Fiori (2005a: 32):

Nesse sentido, P contribui decisivamente para a multiplicação de D, mas ao mesmo tempo, foi a existência do D que permitiu que o processo de acumulação do poder se transformasse num movimento contínuo em direção ao monopólio da coação, até o limite, se possível, do "poder global". **Sem o apoio do capital, o poder se fragmentaria** com mais facilidade, e **sem o apoio do poder, o capital teria mais dificuldade para estabelecer situações monopólicas**. (grifo nosso)

Braudel (1987: 44) contribui para ilustrar essa relação entre as formas assumidas por P e D: “Assim, o Estado moderno, que não fez o capitalismo mas o herdou, ora o favorece, ora o desfavorece; ora o deixa estender-se, ora lhe quebra as molas. O capitalismo só triunfa quando se identifica com o Estado, quando ele é o Estado.”

Nesse sentido, se reorganiza a leitura histórica. Ao invés de se associar ao sucesso mercadológico a sobrevivência das instituições financeiras ao longo dos séculos, deve-se procurar sua relação com o Poder Estatal (ou outras autoridades) para compreender sua permanência e hipertrofia. No campo da regulação financeira internacional (RFI), esse ponto de partida enseja o questionamento acerca da relevância do setor financeiro norte-americano para o poder do país na arena política internacional.

Para a Teoria do Poder Global, portanto, a constituição de um sistema interestatal capitalista europeu é o ponto de partida para a expansão dessa forma de organização política e econômica pelo restante do globo. Em sua visão, Fiori (2005a) destaca que os Estados nacionais já nasceram com o desejo de expansão de poder, uma “vocação imperial”, sendo compreendidos como "minotauros", meio Estado meio Império. As projeções de poder sobre os territórios contíguos na Europa estão na raiz da formação das primeiras potências, que mais tarde se tornariam o núcleo das Grandes Potências europeias:

Resumindo nosso argumento: a expansão e a universalização do sistema capitalista não foram uma obra do "capital em geral"; foram, e serão sempre, o resultado da competição e expansão dos "estados-economias nacionais" que conseguem impor a sua moeda, a sua "dívida pública", o seu sistema de crédito" e o seu sistema de "tributação", como lastro monetário do seu capital financeiro dentro destes territórios econômicos supranacionais e em expansão contínua. (FIORI, 2005a: 46).

Essa contribuição teórica guiará a interpretação do fenômeno de globalização financeira, em especial o movimento de ruptura das autoridades norte-americanas perante a ordem internacional consolidada em Bretton Woods. A centralização do dólar que, compreende-se como o alicerce principal do SMFI atual, também se insere nesse bojo interpretativo de P-R-P'.

Conforme será abordado nos próximos itens deste capítulo, reconhece-se que as transformações ocorridas no SMFI a partir da década de 1970 se inserem em um movimento de projeção de poder realizado pelas autoridades norte-americanas diante de desafios à sua liderança internacional na conjuntura da época. Tal movimento levará à transformação da estrutura do SMFI através da centralização do dólar, garantindo a construção, via desregulação, de um espaço de acumulação excepcional à suas instituições financeiras, um dos principais alicerces do Poder Estrutural.

Com efeito, a contribuição de que há um sistema interestatal capitalista, cuja dinâmica sistêmica observada é a da constante luta pela acumulação de poder e riqueza permite complementar criticamente as deficiências do Poder Estrutural, conforme será abordado à frente.

1.1.2 O PODER ESTRUTURAL

A interpretação de Susan Strange acerca do Poder Estrutural também apareceu em contraste com as teses que percebiam a crise dos 1970 e as demais instabilidades na economia internacional como fruto da decadência hegemônica. Sua preocupação, contudo, não era apenas de melhor compreender os eventos que marcaram a EPI na época. A autora britânica também se preocupava com as condições sociais e os prováveis acontecimentos caso, ao perceber que a hegemonia estivesse em declínio, os demais atores do sistema assumissem comportamentos egoístas e potencialmente conflitivos¹⁷.

¹⁷ "In living memory, the optimism of the United States gave Americans and others a vision of a new, better and attainable future for the world; today, the myth of lost hegemony is apt to induce in everybody only pessimism, despair, and the conviction that, in these inauspicious circumstances, the only thing to do is to ignore everyone else and look after your own individual or national interest." (STRANGE, 1987: 552).

Em sua visão não havia declínio, e a explicação para as interpretações equivocadas seriam:

- a) que o jogo da relação interestatal havia mudado ao longo do último quarto de século, por razões majoritariamente econômicas e não políticas;
- b) neste novo jogo, o poder estrutural definia mais do que o poder relacional os resultados do jogo, positivos ou negativos, e o poder estrutural dos EUA havia aumentado;
- c) sempre houve contradição na Política Externa dos EUA entre seus interesses liberais internacionalistas (comércio e finanças) e seus interesses "realistas" de cunho militar e político, sendo que no contexto de Depressão mundial da época os interesses de curto prazo tendiam a se tornar mais latentes ganhando evidência sobre os interesses liberais de longo prazo; e
- d) o uso do poder estrutural em manifestações que desestabilizam a ordem internacional e a cooperação era uma das principais fontes da instabilidade sistêmica.

Uma condição necessária, portanto, para a restauração da cooperação e da estabilidade se encontraria na esfera doméstica dos Estados Unidos e não nas instituições e mecanismos internacionais (STRANGE, 1987: 553).

O conceito de hegemonia, como utilizado à época é criticado por sua superficialidade histórica. Muitas das contribuições para a literatura, que se basearam no conceito de hegemonia o fizeram de maneira irrelevante, justificando tanto a hegemonia, quanto seu declínio por dados inertes com relação ao exercício de poder e influência sobre os arranjos cooperativos. Strange (1987;1994 [1988]) reconhecia que as teorias baseadas na hegemonia como fator causal das mudanças internacionais não estavam tendo clareza quanto a determinados aspectos da economia política internacional. Os fenômenos que estavam sendo observados não podiam ser totalmente compreendidos por suas lentes:

The decline of American hegemony could hardly have been so steep that it brought a fundamental shift in the direction of U.S. policy in less than a decade. It would seem that history, both under British and American economic leadership, has been rather more complicated than Gilpin, Keohane, or even Kindleberger suspected. (STRANGE, 1987: 563).

A autora critica¹⁸, ainda, a agenda de pesquisas desenvolvida a partir da interpretação de Krasner (1983) dos regimes internacionais, pois esses estudos não tocavam na questão central do por que determinados conjuntos de regras e valores se tornaram os padrões, e não outras alternativas possíveis. Quando atingiam o ponto de realizar essa pergunta, o alcance das possíveis explicações se baseava em um espectro causal muito estreito. Esse é o caso do trabalho de Keohane e Nye (1977), que segundo a autora deixa de prestar atenção às transformações na estrutura e no poder econômico, focando apenas nos processos econômicos em si.

Especificamente, o que Strange censura é a falta de se refletir sobre a quem os regimes (princípios, normas regras e processos de tomada de decisão) beneficiavam e como se manifesta o poder que dá origem aos mesmos:

If the omission or underrating of transnational relations – especially economic relations – was one important deficiency of political economy based on the regimes' problématique, another serious one was that it did not absolutely require the researcher or the student to ask whose power those 'principles, norms, rules and decisionmaking processes' most reflected. Nor did it insist on asking about the sources of such power: was it based on coercive force, on success in the market and on wealth, or on the adherence of others to an ideology, a belief system or some set of ideas? (STRANGE, 1994: 22).

Em um de seus mais impactantes trabalhos, Strange (1970) ressalta a importância em se derrubar as paredes entre os ideólogos, procurando o diálogo e o debate entre as diferentes áreas de conhecimento e entre as posições teóricas de uma mesma área. Nesse sentido, o pesquisador de Economia Política Internacional deve buscar um método de análise da economia mundial que abra o leque de oportunidades interpretativas para o leitor ou estudante e permita mais pragmatismo na prescrição de políticas.

Com base na crítica às interpretações correntes da época e um olhar interdisciplinar e com potencial prescritivo, Strange escolhe partir de uma reflexão ao redor dos valores básicos que os seres humanos buscam prover ao se organizarem em sociedade, que para a autora são: segurança, riqueza, liberdade e justiça. A partir da problematização destacada acima, Strange (1987; 1994) baseia a sua proposta interpretativa na relação entre autoridade e mercado, com foco particular em como esses quatro valores são arranjados por esta relação.

¹⁸ Para as críticas da autora sobre o conceito de regimes internacionais, vide Strange (1982).

Um dos alicerces de sua interpretação vem do reconhecimento de uma transformação significativa no jogo da política internacional desde o momento da hegemonia britânica para as décadas de 1970 e 1980. Os Estados não competiam mais por territórios como uma forma de assegurar maiores recursos ao poder. Estariam disputando participação em mercados diversos no intuito de assegurar segurança econômica. Com efeito, não mais importava primariamente o poder relacional¹⁹, isto é a capacidade de um Estado A levar um Estado B a fazer o que ele não "queira" fazer. Passou a importar a capacidade de influenciar as escolhas disponíveis aos demais Estados.

Dessa maneira, em função das transformações políticas internacionais, somadas ao equívoco das interpretações "declinistas", da superficialidade do conceito de hegemonia, da ausência de preocupação com a articulação entre regimes internacionais e poder, Strange (1987) propôs então o conceito de poder estrutural como relevante para se compreender o "Mito da Hegemonia Perdida"²⁰.

O poder estrutural é definido como influência decisiva sobre as escolhas que os atores de um determinado arranjo possuirão para solucionar ou realizar suas demandas. É a capacidade de definir as estruturas através das quais os Estados se relacionam uns com os outros, se relacionam com as pessoas ou com as empresas privadas. Esse poder, a autora enxergava que os Estados Unidos possuíam largamente, e que havia se expandido desde a década de 1970, através da estrutura financeira, dos novos saltos tecnológicos que começavam a ocorrer, da crescente preponderância militar dos EUA frente seus aliados e da importância das redes de conhecimento e pesquisa estadunidenses.

A preponderância internacional dos EUA, portanto, não poderia ser vista a partir de um prisma simplista. As estruturas da economia internacional continuavam dominadas pelos recursos do poder norte-americano que influenciava estruturalmente os demais atores presentes. Segundo Strange (1994: 25), o poder de uma das partes é maior se ela tem a capacidade de determinar a estrutura onde acontece a relação. Dessa feita, sem exercer pressão diretamente, uma das partes é capaz de interferir sobre a amplitude das

¹⁹ "Relational power, as conventionally described by realist writers of textbooks on international relations, is the power of A to get to B to do something they would not otherwise do. In 1940 German relational power made Sweden allow German troops to pass through her 'neutral' territory." (STRANGE, 1994: 24).

²⁰ "The Persistent Myth of Lost Hegemony" é o título provocativo do artigo publicado em 1987 no qual aparece pela primeira vez o conceito de Poder Estrutural. Posteriormente esse conceito foi melhor desenvolvido em 1988 com a publicação de "States and Markets", cuja reedição de 1994 é utilizada neste trabalho.

escolhas possíveis das demais partes envolvidas. O conceito foi definido da seguinte maneira:

Structural power is the power to choose and to shape the structures of the global political economy within which other states, their political institutions, their economic enterprises, and (not least) their professional people have to operate. This means more than the power to set the agenda of discussion or to design (in American phraseology) the international "regime" of rules and customs. (STRANGE, 1987: 565).

Conforme será abordado na última parte deste item, o conceito de Poder Estrutural permite compreender a influência indireta dos EUA sobre a construção dos padrões de regulação financeira internacional. Assim, propicia uma interpretação sobre o resultado dos mesmos, seus alcances e sua relação com o sistema monetário e financeiro internacional.

Strange (1987; 1994) definiu como quatro as estruturas de poder que se verificam nas relações internacionais e que estão refletindo as necessidades humanas básicas mencionadas anteriormente: **estrutura de segurança; estrutura de produção; estrutura financeira; estrutura de conhecimento**. A seguir, discorre-se sobre cada uma delas pela importância das mesmas para a análise.

A **estrutura de segurança** é aquela pela qual um ator específico, ou até mais atores, oferecem a diferentes participantes do sistema interestatal capitalista a proteção relativa aos dilemas de segurança que venham a ser enfrentados. É o arranjo que possibilita o desenrolar das relações de produção, troca, financiamento e formação de conhecimento. Permite, assim, desenvolvimento político, econômico e social.

Para Strange (1987; 1994; 1998), a questão da sobrevivência é, portanto, central. A demanda por segurança aliena quaisquer outras demandas nos períodos de incerteza acerca desse aspecto. Nos períodos de guerra, os cidadãos transformam completamente suas perspectivas de vida em função apenas da conquista de sua sobrevivência, podendo retomá-las assim que reconquistarem sua segurança. Desde tribos indígenas, a pequenos grupos dentro de grandes centros urbanos, qualquer organização social e política que se pretenda segura e busque a manutenção de sua autoridade sobre seu trabalho depende de arranjos de segurança.

A garantia da estrutura de segurança no ambiente da economia política internacional depende das relações estabelecidas entre os Estados. Estes detêm, dentro de

seu território, o monopólio da violência, e são, portanto, as unidades básicas de autoridade presentes no sistema internacional. O funcionamento das relações econômicas internacionais se pauta em arranjos de segurança e de cooperação que permitem, mas também se alimentam do funcionamento econômico.

A garantia de rotas comerciais, a permissão para realização de negócios dentro dos Estados, a garantia de segurança para transações financeiras, a possibilidade de solução de conflitos econômicos de maneira pacífica são exemplos de fenômenos econômicos que só podem ocorrer com o respaldo de uma mínima estrutura de segurança entre as partes. Nesse sentido, o Estado, ou conjunto de Estados que garantem a estrutura de Poder em sua dimensão de segurança, podem ter influência sobre as relações comerciais, financeiras e de produção estabelecidas entre as diversas sociedades presentes na economia internacional:

By exercising this power, the providers of security may incidentally acquire for themselves special advantages in the production, or consumption of wealth and special rights or privileges in social relations. Thus, the security structure inevitably has an impact on the who-gets-what of the economy. (STRANGE, 1994: 45)

Já a **estrutura de produção** é composta pelas várias unidades de produção nos mais variados arranjos encontrados que determinam o que é produzido, por quem, para quem é produzido, por qual método e em quais termos. Diz respeito a como as pessoas estão organizadas na produção de bens e serviços, utilizando ou não tecnologias. É a estrutura que permite a criação de riqueza em uma sociedade. Por essa característica específica, esteve historicamente associada ao poder.

Com efeito, a conexão entre o poder e a produção a coloca no centro das análises que pretendem compreender a dinâmica da Economia Política Internacional. No caso deste trabalho, a análise no campo da regulação financeira internacional pode parecer à primeira vista descolada da estrutura de produção por se tratar de um tema mais associado às finanças. Contudo, a produção e a organização do sistema financeiro nas esferas nacionais e internacional estarão sempre em influência mútua.

A organização da produção será influenciada pelo poder do capital, em graus variados conforme a autonomia de quem organiza a produção em relação a quem decide alocar o capital. Ao mesmo tempo, a esfera financeira será permeada pelas histórias de sucessos e insucessos da produção e das operações financiadas.

Nesse sentido, compreender, ao longo do período desse estudo, como a estrutura de produção internacional esteve organizada, como se comportou em termos de permanências e mudanças, quais suas tendências divisadas e, principalmente, quais as consequências em termos de poder no sistema interestatal, tanto entre os Estados como entre o Estado e os agentes transnacionais, é relevante para esta análise. O deslocamento da produção entre os países, a mudança na forma de organização da produção, o tipo de produção presente em cada Estado são todos aspectos que compõem estruturalmente a realidade da economia internacional e possuem relação de influência mútua com os sistemas financeiros nacionais e internacional.

Susan Strange (1994) divisa dois acontecimentos marcantes na história econômica dos últimos dois séculos (XIX e XX) que em sua interpretação sinalizam transformações contundentes na estrutura de produção. A primeira mudança ocorreu nos Estados do Noroeste da Europa. Constituiu-se na mudança para um modo de produção capitalista orientado para o mercado. Uma mudança tão mais dinâmica do que outros sistemas capitalistas orientados para o mercado que chegou a dominar o modo de desenvolvimento econômico do resto do mundo.

A segunda mudança esteve relacionada à transformação do destino da produção, saindo de um mercado meramente nacional para um mercado mundial. De acordo com a autora, essa mudança foi gradual, desigual e aparentemente irrefreável. Muitos autores tiveram como preocupação o fenômeno de surgimento e expansão das companhias transnacionais, porém, para Strange (1994) esse é apenas o efeito visível de um fenômeno mais profundo de internacionalização da produção:

The internationalization of production is no longer nowadays confined to the giant corporations that are annually listed by Fortune, Expansion or South magazines. Today, more and more small and medium-sized companies, and state-owned as well as privately-owned enterprises, are engaged in production directed by a global strategy for design, production and selling to a world market. (STRANGE, 1994: 65)

A internacionalização da produção, portanto, é mais do que o processo pelo qual as empresas antes organizando sua produção em arenas nacionais levaram partes do processo de montagem e de produção para outras jurisdições que não seu país de origem. Esse fenômeno parece estar mais relacionado à conformação de um mercado global. As empresas operando dentro dos mercados nacionais passam a direcionar sua estratégia de

acumulação para os diversos mercados possíveis de atuação. Artifício que será motivado pela diminuição dos custos dos fatores de produção, mas também pela competitividade cada vez mais intensa no setor industrial.

Por sua vez, a relevância da **estrutura financeira** advém da importância do crédito para o desenvolvimento das atividades políticas e econômicas de qualquer agente inserido no sistema interestatal capitalista. Através dessa estrutura se manifesta o poder de criação de crédito, de determinar quem vai usufruir e sob quais condições irá se valer desse crédito, parte fundamental da organização produtiva.

Ao mesmo tempo, a estrutura também contém os mecanismos pelos quais se controla a precificação das moedas e da riqueza. O poder de manipular o preço das divisas negociadas internacionalmente e influenciar o custo do crédito em outras moedas. Dessa maneira, pode-se dizer que a estrutura financeira possui dois traços indissociáveis: a criação de crédito e a precificação monetária permitida pelo sistema monetário ou pelos sistemas monetários.

A possibilidade de criação de crédito, como ele é oferecido, a que preço e frente a quais contrapartidas variará dependendo da região do globo e será diferente para realidades políticas e econômicas de cada espaço nacional. Dependerá da formação do sistema financeiro, do tamanho da economia e do próprio sistema, e também, do nível de regulação do Sistema Financeiro local. Intrínseca a essa função de criação de crédito, influenciando-a e por ela sendo influenciada, está o sistema monetário, ou os sistemas monetários presentes na estrutura financeira. Estes compreendem o agrupamento de fatores que determinarão o preço das moedas e a relação de troca entre as mesmas (câmbio).

Nas palavras da autora: “*A financial structure, therefore, can be defined as the sum of all the arrangements governing the availability of credit plus all the factors determining the terms on which currencies are exchanged for one another.*” (STRANGE, 1994: 90)

A primeira função mencionada, a de criação de crédito, é compartilhada por governos, bancos e demais instituições financeiras. Depende da relação de regulação existente entre o Estado e suas instituições financeiras em geral. O segundo aspecto pode ter como determinantes as políticas dos governos e as forças de mercado e dinâmicas especulativas precificando as diferentes moedas.

A criação do crédito é central qualquer que seja o tipo de organização produtiva presente nos Estados. Seja um capitalismo controlado pelo Estado, o “livre-capitalismo” ou um arranjo híbrido, o crédito é fundamental para o funcionamento da economia. Se falta ou sobra crédito, o desenvolvimento econômico corre riscos de perder sua dinâmica, gerando impactos sociais e políticos. Daí a relevância política da criação de crédito. Em algumas sociedades mais do que em outras, a criação do crédito permite às autoridades do governo e aos atores do mercado exercer influência sobre a economia com reflexos políticos relevantes à sociedade.

No caso da esfera internacional atual, onde uma moeda nacional (dólar) desempenha o papel de moeda internacional, observa-se um privilégio significativo para as autoridades estadunidenses. Através do controle da taxa de juros básica da economia, os EUA conseguem interferir diretamente no nível de crédito criado internacionalmente. Podem diminuir ou ampliar a liquidez dos mercados. (SERRANO, 2002)

A prerrogativa de emitir a moeda internacional também permite que o Banco Central do país, o Federal Reserve (Fed) atue como prestador de última instância no sistema financeiro internacional, como ocorreu recentemente ao longo dos piores momentos no pós-crise. Há, portanto, um grande impacto político pela dominância norte-americana sobre esse aspecto da economia internacional.

Os efeitos dessa influência, ou poder de controle, são um objeto de grande relevância para a Economia Política Internacional. A regulação financeira, tema de deste estudo, tem o intuito de conter o aumento da instabilidade endógena do sistema financeiro, propiciando a criação de crédito e as demais funções desempenhadas pelas instituições financeiras.

Ademais, ao passo que a estrutura financeira é composta por bancos e outras instituições financeiras, pesa um fator relativo ao tamanho do sistema financeiro e seu nível de integração à economia internacional. Wall Street é o principal centro financeiro do mundo. Todos os grandes bancos nacionais e internacionais estão operando em Nova Iorque. Os EUA ainda possuem um elevado número de instituições bancárias com um mercado de capitais liberalizado e sofisticado. Nesse sentido, há um fator que pesa significativamente nas negociações regulatórias internacionais, pois a participação nesse sistema é relevante para os agentes econômicos de vários países, e imprescindível para a

operação financeira não apenas de empresas e instituições financeiras, mas também dos próprios Estados.

Ainda segundo Strange (1994), a estrutura financeira internacional pode ser identificada como um arranjo híbrido entre um sistema verdadeiramente global e uma série de sistemas monetários e financeiros nacionais. Por um lado, a conexão entre os pontos do sistema é intensa, considerando que efeitos em qualquer parte são prontamente sentidos e respondidos por investidores e agentes do mercado internacional. Esse mecanismo tornou-se ainda mais relevante a partir dos anos 1980, por conta do movimento de desregulação e hipertrofia financeira inerentes à globalização.

Paralelamente, a manutenção de divisas nacionais demonstra que as fronteiras continuam sendo relevantes. Os governos atuam de maneira a buscar influenciar a precificação de suas moedas e a controlar os efeitos da relação de sua economia com a economia internacional. Os objetivos, as políticas e a prestação de contas continuam sendo nacionais: *“In a nutshell, one may say that the markets are predominantly global, while the authorities are predominantly national.”* (STRANGE, 1994: 91).

Esse ponto é bastante relevante para este trabalho. A localização nacional das autoridades é um dos aspectos estruturantes das relações políticas ao redor da regulação financeira internacional. Inclusive, o surgimento do primeiro acordo de regulação financeira internacional partiu da agência norte-americana em nivelar o espaço de competição financeira de suas instituições com as demais atuantes no mercado internacional. (TORRES, 2014).

Além das três estruturas já abordadas, há mais um aspecto que Strange destaca como alicerce para as relações econômicas internacionais e através da qual se dão relações de poder e riqueza.

A estrutura do conhecimento é a menos conhecida e explorada na EPI. Isso decorre, em parte, da dificuldade de se acessar variáveis que apontem para esse tipo de poder. Afinal, a estrutura de conhecimento compreende aquilo no que se acredita e como essa crença impacta na formação moral e nos princípios assumidos; o que é percebido e compreendido pelos participantes do sistema; e os canais pelos quais as crenças, ideias e conhecimento são comunicados, com as idiossincrasias da difusão e restrição de acesso aos canais.

Logo, se a estrutura de produção é responsável pelo que é produzido, e a estrutura financeira pelo crédito, então a estrutura de conhecimento é responsável pela produção e difusão do conhecimento. Como ele é descoberto, como é desenvolvido, como é guardado, e quem o comunica, de qual maneira é comunicado, a quem é comunicado e em quais termos. Os detentores de poder nessa estrutura são aqueles que possuem a legitimidade de criação de novos sentidos dentro da estrutura e até de desqualificação de criações concorrentes:

(...) so power and authority are conferred on those occupying key decision-making positions in the knowledge structure – on those who are acknowledged by society to be possessed of the 'right', desirable knowledge and engaged in the acquisition of more of it, and on those entrusted with its storage, and on those controlling in any way the channels by which knowledge, or information, is communicated. (STRANGE, 1994: 121)

Uma das principais características da estrutura de conhecimento é a maneira como se manifesta o poder através da mesma. Dificulta a compreensão e a percepção o fato de que o poder nessa estrutura aparece muitas vezes de forma negativa. Pelo constrangimento a alternativas de conhecimento, por vezes mais pela negação do que pela criação. A autoridade está na posição que um indivíduo ou instituição ocupa no processo de criação e difusão do conhecimento, e seu poder se manifesta pela aquiescência e pela aceitação do conhecimento por parte dos demais indivíduos e sociedades.

Com relação à dominância dos EUA no período estudado, Strange (1987) aponta quatro fatores que se combinaram para dar ao país a posição de liderança do universo do conhecimento. O primeiro é o amplo mercado doméstico operando sob regras e padrões de performance uniformes. Segundo a autora, essa característica permitiu que as empresas norte-americanas ao investirem em tecnologia pudessem mais facilmente se especializar. Essa característica não era compartilhada pelos mercados Europeus, mas sim pelo Japão, o que explicava o declínio da participação das empresas europeias em setores chave como telecomunicações.

O segundo fator mais relevante e diretamente associado às demandas da estrutura de segurança, e ao domínio monetário e financeiro, em especial à posição internacional do dólar, é o advento de um largo orçamento de defesa. Como exemplos ligeiros podemos citar a criação da NASA (*National Aeronautics and Space Administration*) e da DARPA (*Defense Advanced Research Projects Agency*), no bojo da disputa estratégica bipolar da

Guerra Fria²¹. A demanda por inovação oriunda do pentágono logrou diversos casos de *spill-over* tecnológico à economia dos EUA.

O terceiro fator é o tamanho, nível de recursos e adaptabilidade das universidades norte-americanas. Pelo histórico das universidades europeias estar associada à contestação social, com oposição e dissidência política, Strange (1987) via vantagem das universidades estadunidenses em se aproveitar das oportunidades oferecidas pelos governos e empresas para desenvolver pesquisa e influenciar as autoridades.

Por fim, o mercado de capitais norte-americano, grande e profundo, permite uma relação entre pequenas empresas de tecnologia e os recursos necessários ao seu desenvolvimento, mais profícuos do que outros lugares do mundo. A relação entre financiado e financiadores tem maior liberdade, e como apontou Zysman (1983), menor interferência direta do governo.

Essas características permitem ilustrar a configuração atual da estrutura de conhecimento sobre o alicerce do que a autora define como Estado-científico. O que é importante expor é que a configuração muda conforme o período histórico. Por exemplo, após a mudança da estrutura configurada em Bretton Woods, para a estrutura recente da globalização financeira, houve transformação nos arranjos e configurações nas quais o poder de cada Estado se manifestou de maneira diferente. Nesse sentido, há um processo de constante atualização e renovação da configuração estrutural mediante os fenômenos que a impactam, como desenvolvimentos tecnológicos e desdobramentos de eventos em outras estruturas, como guerras, crises financeiras, etc. Relevantes são, portanto, os pontos dessa estrutura onde se manifesta a autoridade, e como essa autoridade reforça ou contesta a autoridade do Estado e particularmente dos EUA.

As transformações políticas e sociais mais recentes permitem afirmar que a autoridade do Estado na atual estrutura do conhecimento vem sendo questionada por grupos específicos como ambientalistas, cientistas, corporações transnacionais entre outros. Contudo, esses questionamentos não ocorrem na mesma direção e não necessariamente se reforçam.

²¹ Para uma análise do surgimento, desenvolvimento e importância do complexo Industrial-Militar para o processo de acumulação de Poder e Riqueza dos EUA vide Almeida (2013).

Ademais, ainda há manutenção de sentimentos de identidade nacional e religiosa como atestam conflitos pela periferia do sistema. Concomitantemente, a crise financeira motivou um fenômeno de resgate da importância da autoridade do Estado perante o funcionamento do capitalismo financeiro. (PAGLIARI, 2013). A retomada do G20 e a criação da FSB são exemplos dessa retomada que parecem atestar as palavras de Strange (1994: 130): *“It is by no means clear that all states have lost structural power to other sources of authority – to the transnational corporations or to some amorphous international network of scientists.”*

Com relação à importância dessa estrutura de conhecimento perante o fenômeno da regulação financeira internacional (RFI), pode-se afirmar que há uma relevante influência, ainda que apenas parcialmente explorada por pesquisas na área. Por exigir algum nível de consenso técnico, os padrões de regulação financeira dependem de discussões científicas e legitimação das medidas assumidas.

Nesse sentido, a influência da orientação econômica neoliberal que, como será abordado, ganhou força no ambiente doméstico dos EUA a partir da década de 1970, tendo se consolidado nos anos 1980 e 1990, é significativa sobre a formação dos padrões regulatórios. Notoriamente, houve uma orientação técnica e ideológica para a criação dos padrões de RFI, desde seu surgimento. Nesse sentido, a crise financeira se constituiu como um fenômeno relevante, pois permitiu a contestação da autoridade dos que defendiam que os mercados se auto regulam por conta de sua eficácia na seleção dos riscos, quase perfeitamente refletidos na precificação. Mesmo Alan Greenspan, distinguido como o “maestro”, reconheceu o fracasso de sua crença na auto regulação²².

Até a ocorrência dessa mais recente crise e de seu impacto específico nessa esfera, não havia contestação séria das prerrogativas do liberalismo e da hipótese do mercado eficiente que estivessem difundidas pelas redes de reguladores e tomadores de decisão, em especial os norte-americanos. O avanço da pesquisa de EPI sobre essa influência ainda é limitado porque marcado pela dificuldade em se acessar seu objeto. São necessárias pesquisas junto aos reguladores e demais tomadores de decisão para a construção de uma noção mais clara sobre as motivações de suas decisões, a base de orientação técnica e se

²² Em 23 de outubro de 2008 em audiência no Comitê de Reforma do governo e Supervisão da Câmara (House Committee on Oversight and Government Reform) Alan Greenspan declarou: *“I made a mistake in presuming that the self-interest of organizations, specifically banks, is such that they were best capable of protecting shareholders and equity in the firms ... I discovered a flaw in the model that I perceived is the critical functioning structure that defines how the world works.”* (Clark & Treanor, 2008)

há ou não influência política ideológica deliberada por parte dos Estados que se beneficiam dos arranjos liberalizados.

Conforme procurou-se expor, Susan Strange ofereceu, através de seu conceito de Poder Estrutural, um relevante instrumento de análise para se compreender a liderança dos Estados Unidos no processo de globalização financeira e os demais fenômenos relacionados a ele. A riqueza do mesmo está na conjugação de fundamentos da esfera internacional que raramente aparecem teoricamente articulados, como a segurança, a produção, as finanças e o conhecimento.

Sua contribuição interpretativa, contudo, carece, para os objetivos deste trabalho, de uma complementação conceitual, conforme abordado ao final do subitem anterior. Apesar de divisar as estruturas políticas, econômicas e ideacionais que perpassam as relações internacionais, propiciando uma capacidade analítica enriquecida, a autora o faz sem uma reflexão teórica completa, que forneça um sentido de parte no todo ao conceito.

O Poder Estrutural se apresenta como um esforço de percepção interpretativa. O reconhecimento de aspectos estruturantes da economia política internacional, a partir da preocupação com a problemática da decadência hegemônica, e da reconfiguração das relações de poder na esfera internacional. Nesse sentido, a autora reconhece a influência das estruturas e as define a partir das necessidades básicas de uma comunidade, contudo, não fornece uma explicação teórica clara para seu surgimento e formação, ou mesmo para a relação entre estrutura e agente.

Cohen (2014) ressalta que Strange (1994) possui uma limitação na clareza de seu conceito de poder. Esse autor levanta três questões em função de expor essas limitações e incompletude conceitual: De onde vem as estruturas? É o poder estrutural proposital? É o poder estrutural benéfico?

A definição aparentemente arbitrária das estruturas, é o principal motivo por trás de tais perguntas. Ao mesmo tempo, o conceito de poder, derivado que é do entendimento relacional – estrutural, não possui uma dimensão histórica que propicie a resposta à segunda pergunta.

É precisamente nesses dois pontos que se espera complementar as reflexões entre a Teoria do Poder Global e o Poder Estrutural. Da primeira pode-se depreender uma legítima explicação teórica para a origem das estruturas de poder consolidadas

internacionalmente, propiciando que se preencha uma das principais lacunas na interpretação desta que é a ausência de uma teoria que responda as perguntas levantadas.

Nesse sentido, de onde vem as estruturas? Certamente as estruturas não simplesmente surgem, e não se pode, sem uma pesquisa específica, afirmar, tampouco, que são traços de longa duração. Contudo, é razoável supor que, enquanto traços contundentes de organização e funcionamento da economia política internacional, as estruturas advêm de desenvolvimentos históricos de médio e longo prazo. Pode-se ainda complementar esta noção afirmando que esses desenvolvimentos não são necessariamente estratégicos.

As raízes das estruturas sistêmicas estão no surgimento do capitalismo e da organização política dos territórios em unidades nacionais, conforme destaca Fiori (2005a). Nesse sentido, essas são produtos do movimento sistêmico de acumulação de poder e riqueza perpetrado pelos Estados nacionais em sua dinâmica de competição no sistema interestatal capitalista.

O movimento de renovação da competição faz surgir transformações nas estruturas – inovações nas técnicas de produção, na tecnologia, na gestão, nos instrumentos financeiros, nos tipos de operação financeira, no tipo de relação entre poder estatal e mercado, avanços ideacionais, tecnologias de guerra, etc. – que renovam alguns aspectos das mesmas, e dão continuidade a outros. Pode-se assumir, inclusive, que as estruturas estão em lenta, porém, constante transformação, sujeitas que são de um sistema com dinâmica competitiva.

Por exemplo, a estrutura de segurança sofreu mudanças significativas se compararmos os períodos da hegemonia britânica e da hegemonia norte-americana. Na primeira funcionava um concerto de Grandes Potências, na segunda o arranjo do mundo capitalista é suprido quase que exclusivamente pelos EUA através de suas bases espalhadas por pontos estratégicos do globo. A tecnologia empregada na Guerra também é outra. Na estrutura de produção há uma transformação latente observada nas novas indústrias, técnicas de produção, tecnologia empregada, forma de se organizar a produção, etc.

A estrutura financeira é o exemplo mais simbólico para este trabalho. Ao longo do funcionamento do Padrão-Ouro havia um tipo de estrutura financeira. Após os acordos de Bretton Woods a estrutura ficou marcada pelo controle internacional rígido sobre os

fluxos de capital e pela separação e autonomia dos sistemas financeiros nacionais. A globalização financeira altera significativamente a estrutura financeira da economia internacional a partir dos anos 1980. O surgimento do Euromercado no final dos anos 1950 já foi uma ruptura com o padrão de funcionamento. O importante é perceber como essas mudanças estão atreladas ao jogo competitivo da economia política internacional.

Na interpretação desenvolvida neste trabalho, portanto, o movimento sistêmico de acumulação de poder e riqueza vai renovando e alterando a forma das estruturas mencionadas por Strange (1987; 1994), impactando, também a relação entre as mesmas e as demais unidades de poder (FIORI, 2004; 2005; 2014).

É o poder estrutural proposital? Em outras palavras, o poder estrutural implica a manipulação deliberada da infraestrutura sistêmica para alterar a estrutura de incentivos? Ou será que os atores são passivos perante a estrutura? Strange não discorreu claramente sobre esse ponto. Pode-se, contudo, resolver esta questão com a mesma contribuição supracitada. Na interpretação desenvolvida neste trabalho, como será exposto no próximo item, o poder estrutural é resultado de um movimento histórico de longo prazo. São circunstâncias históricas de grande impacto que permitem a um determinado Estado acumular grande poder econômico e político, e isso não depende necessariamente de uma estratégia de Estado de longo prazo para ocorrer. Depende do comportamento competitivo dessa unidade de poder. O movimento é sistêmico, e pode assumir caráter estratégico ou não.

Para ilustrar um aspecto desse movimento de renovação e seu caráter não intencional, Cohen (2014: 7) oferece uma interpretação de Lloyd Gruber (2000)²³. Este forjou o termo: “*go-it-alone*” power. A capacidade que um ator possui de agir unilateralmente e criar influência não intencional aos demais atores. Estes, por sua vez, devem decidir a melhor maneira de agir já com as escolhas constrangidas pelo primeiro movimento. Esses atores, ao agirem unilateralmente (*going it alone*): “*can have the effect of restricting the options available to another group (the losers), altering the rules of the game such that members of the latter group are better off playing by the new rules despite their Strong preferences for the original ... status quo.*”. Gruber (2000: 7) apud Cohen (2014: 7)

²³ Gruber, Lloyd. *Ruling the World: Power Politics and the Rise of Supranational Institutions*. Princeton, NJ: Princeton University Press. 2000.

Ao mesmo tempo, é razoável assumir que se um ator, em um jogo competitivo, percebe a influência de seu poder estrutural, e consegue realizar a importância de determinadas decisões e movimentos, ainda que não tenha total consciência de seus reflexos de longo prazo, irá, de fato, explorar a estrutura em seu favor.

Nesse sentido, podem ocorrer desenvolvimentos circunstanciais, na esteira da dinâmica de mercado, podem ocorrer movimentos estatais estratégicos ou, ainda, afirmações de curto prazo que reverberam em vantagens de longo prazo. O poder estrutural é, portanto, concebido como sendo resultado provável tanto de afirmações estratégicas quanto de circunstâncias sistêmicas competitivas nacionais e internacionais.

As decisões e as não-decisões que estão na origem da globalização financeira, como será exposto na próxima seção, representam bons exemplos. A ruptura com Bretton Woods é de curto prazo e não há evidências que permitam afirmar que já havia ali a percepção de longo prazo de desenvolvimento do poder estrutural. Tanto que são realizadas afirmações de poder relacional por parte das autoridades estadunidenses (negociações específicas pela centralização do dólar), em função de garantir um cenário positivo aos interesses do país. Já a escolha pela não cooperação para a construção de uma nova ordem e os movimentos pela centralização do dólar são estratégicos e se valem da utilização das vantagens estruturais dos EUA no SMFI. Nesse sentido, a hipertrofia do sistema financeiro baseado em Wall Street e no dólar é circunstância, ainda que pragmaticamente supervisionada, dessas e de outras decisões políticas.

Apesar de não ser necessariamente uma construção estratégica, o poder de influenciar estruturalmente passa a ser concebido como elemento estratégico e utilizado na competição pelos atores que conseguem o acessar. O caso da RFI fornece bons exemplos, como será visto no segundo capítulo, acerca tanto do movimento de afirmação unilateral influenciando o comportamento dos demais atores, quanto a utilização racional do poder estrutural para definir ou barrar a definição de determinados resultados.

A última pergunta levantada por Cohen (2014) é sobre o benefício do poder estrutural. O autor ressalta a limitação das autoridades estadunidenses perante sua própria taxa de câmbio. Exatamente pelo dólar desempenhar o papel de moeda internacional, vários países definem suas taxas de câmbio perante a moeda norte-americana e intervêm no mercado em função de manipular os movimentos de suas taxas acompanhando os movimentos da taxa de juros estadunidense.

Nessa crítica, contudo, Cohen não analisa a questão como um todo. De fato, há uma limitação na capacidade dos EUA desvalorizar sua moeda perante o restante do sistema, afinal os demais países podem seguir sua conduta e anular seu movimento. Contudo, a capacidade de operação dos demais países é limitada pois depende do nível de reservas em dólar acumuladas para essa atuação. Ademais, os movimentos para acompanhar o preço do dólar, por exemplo, com prática de taxas básicas de juros semelhantemente baixas podem trazer desequilíbrios ou custos macroeconômicos. Ademais, a posição do dólar permite benefícios que superam largamente esse custo.

Finalmente, retomando a discussão sobre o declínio hegemônico dos EUA que iniciou esta reflexão, Strange (1987;1994; 1998) se posiciona contrária a essa percepção de declínio. Em sua visão os Estados Unidos continuavam preponderantes nas quatro principais estruturas de poder que alicerçam a economia internacional. Uma amálgama entre os recursos de autoridades públicas e privadas que reforçam a dominância dos EUA:

She [Strange] considered this amalgam through the organization of an iron triangle of inordinate (American) military power, an inter-state system that refracted and radiated America's governmental power throughout its most important elements, and the dominance of an ideational framework that privileged American principles and ideals as they were taken up and pursued by private institutions.(GERMAIN, 2014: 3)

É através desse instrumental teórico que procura-se compreender o processo de globalização financeira, a partir da percepção de crise hegemônica, e o fenômeno da RFI como relacionado a esse contexto, para que então se analisem os impactos da crise na esfera da regulação a partir de uma visão estrutural.

O próximo subitem se dedica à questão da hierarquia das moedas, relevante para se compreender o papel do dólar como moeda internacional, a competição no sistema monetário internacional e os privilégios associados à moeda internacional. Essa conceitualização facilitará a compreensão da estrutura de funcionamento do sistema monetário internacional. Assim, na segunda parte desse capítulo, quando se analisa o movimento de centralização do dólar, ficarão mais claras as vantagens e custos envolvidos neste processo.

1.1.3 HIERARQUIA DAS MOEDAS

O objetivo desta seção é apresentar alguns conceitos e noções que permeiam as idiossincrasias do sistema monetário internacional. Cabe ressaltar que não se procura discutir, debater ou se aproximar de esgotar a análise sobre essa questão. Foca-se na questão da hierarquia das moedas, com base no trabalho de Conti (2011), expondo os conceitos relacionados ao uso internacional das moedas e o caráter hierárquico do sistema monetário internacional.

As várias moedas que buscam conviver no sistema monetário internacional não assumem todas uma posição de destaque. Por conta de motivos políticos e econômicos algumas moedas assumem proeminência, sendo mais utilizadas internacionalmente, ensejando o surgimento de uma estrutura hierarquizada no sistema monetário internacional (SMI).

Esse uso é pautado pelas regras que regem o funcionamento do SMI. As regras do jogo são definidas pelos regimes cambiais adotados, pela estrutura ao redor dos mercados cambiais e pelas instituições envolvidas, como os bancos centrais, as instituições internacionais e outras instituições financeiras.

Gilpin (2002 [1989]), destaca o que o SMI é o responsável por integrar as economias nacionais possibilitando os fluxos comerciais e financeiros se for capaz de resolver três questões imprescindíveis: liquidez, ajuste e confiança. Mais especificamente, Conti (2011) ressalta que os três principais objetivos do mesmo sistema são:

(...) i) assegurar o intercâmbio e a circulação das moedas em âmbito internacional, de acordo com os regimes cambiais e as regras de convertibilidade das moedas; ii) permitir o ajuste dos balanços de pagamentos, principalmente no que diz respeito aos desequilíbrios externos; e iii) assegurar a liquidez internacional, fornecendo à economia mundial a moeda necessária para os intercâmbios internacionais. (CONTI, 2011: 12)

Tais objetivos só podem ser cumpridos através da utilização de uma ou mais moedas a desempenhar as funções monetárias a nível internacional. Na atual configuração do SMI, o dólar desempenha todas as funções internacionais da moeda. Isso não significa que outras moedas não possam ser utilizadas internacionalmente. Apenas que seu uso está restrito pela hierarquia monetária, definida por questões políticas e econômicas que serão exploradas nessa seção.

Como definidas pelos manuais de economia, as funções clássicas da moeda são: meio de pagamento; unidade de conta e reserva de valor. Conti (2011) utiliza uma conceituação mais refinada com base na utilização das moedas pelos diferentes agentes, públicos e privados, na esfera internacional, propondo seis funções da moeda. Respectivamente à cada função mencionada anteriormente, as funções internacionais estão expostas primeiro por uso privado e depois por uso público, tendo uma pequena consideração do que determina a escolha de uma moeda para a realização de tal função:

Moeda Veicular – A função clássica da moeda, na esfera privada, funcionando como meio de pagamento. A definição da moeda utilizada será feita pelas partes envolvidas no negócio. Caso as partes possuam moeda com peso internacional, prevalece a moeda do exportador ou da maior economia. Caso as partes sejam periféricas, ou seja, não reconheçam a moeda da contraparte como sendo uma moeda de valor internacional e legítima para a realização do negócio, então as partes se utilizam de uma moeda internacional, quase sempre o dólar.

Moeda de Denominação – Função de unidade de conta privada. Também a moeda do país exportador ou da maior economia domina a denominação de contratos e obrigações. No caso das commodities, o preço é sempre em moeda internacional (dólar), por conta de as cotações serem globais. Nas transações financeiras o dólar também é largamente dominante.

Moeda de Investimento e financiamento – Na função reserva de valor privada, se observa que os agentes se protegem do risco de variação no preço das moedas buscando um portfólio diverso.

Moeda de Intervenção (uso público) – O uso público da moeda como meio de pagamento na economia internacional ocorre quando os bancos centrais atuam nos mercados de divisas, procurando interferir no grau de liquidez disponível ou, ainda, influenciar as taxas de câmbio. Para tanto, quase sempre utilizam a moeda internacional.

Moeda de referência (âncora) – Atrelar a moeda nacional periférica à uma moeda internacional é uma maneira de tentar conter a volatilidade da taxa de câmbio. Essa prática não é mais comum. Atualmente as autoridades periféricas utilizam o valor das moedas internacionais como referências, mas sem um atrelamento formal direto.

Moeda reserva – Autoridades monetárias se utilizam de reservas cambiais como instrumento de segurança. Para ofertar em momentos de escassez de moeda estrangeira, para preservação do valor de seus ativos. Após as crises neoliberais da década de 1990, em que ficou evidente a restrição externa, muitos países passaram a demandar reservas por cautela.

Essas são, portanto, as funções que as moedas desempenham a nível internacional. Mas quais são as moedas que realmente desempenham essas funções a nível internacional? E como se organiza a hierarquia monetária em cada uma dessas funções?

1. Meio de Pagamento (uso privado)

Analisando dados relativos ao uso das moedas como meios de pagamentos internacionais, Conti (2011) aponta três grupos de moedas definidas pelas características de sua aceitação e o tipo de utilização que os agentes conseguem executar.

- i). Moedas com larga utilização internacional como meios de pagamentos podem ser utilizadas para realizar operações internacionais a partir de seu próprio mercado local;
- ii) Moedas que não são largamente utilizadas como meios de pagamentos em âmbito internacional, mas possuem alguma função a nível internacional, e, portanto, são utilizadas para acessar os mercados internacionais de câmbio e assim dar conta das operações através das moedas necessárias
- iii) Moedas que não são aceitas como meios de pagamento e só podem ser trocadas por moeda internacional no mercado de câmbio local.

2. Meio de Pagamento (uso público)

A utilização das moedas como meio de pagamento por entidades públicas, gira quase que totalmente ao redor do dólar. As intervenções que as autoridades costumam realizar diz respeito à estabilização da taxa de câmbio de seus países, e como estas são todas denominadas em relação ao dólar, quase a totalidade das intervenções é feita através da aquisição e liquidação de dólar.

3. Unidade de conta (uso privado)

Conti (2011: 28-32) ressalta como as moedas de grandes economias são utilizadas para definir o comércio internacional dessas regiões. Ainda assim, o dólar ocupa a maior parte dessas transações comerciais. Em economias periféricas a porcentagem do dólar

como unidade de conta para as transações comerciais atinge números elevados. Na Coreia do Sul, por exemplo, o dólar denomina 84,9% das exportações e 88,2% das importações. Na Malásia 66% tanto das importações como das exportações, e na Tailândia 83,9% também em ambos tipos de operação.

Esse número é menos dominante em regiões de presença de moedas mais fortes como a Zona do Euro e o Japão. Na Bélgica, nas transações externas à Zona do Euro, o dólar denomina as exportações em 31,9%, frente a 54,2% em euro, enquanto as importações possuem números semelhantes, 33,5% em dólar e 54,2% em euros. Números semelhantes para Portugal (e Espanha) com 33,4% (32,8%) das exportações em dólar e 48,1% (58,1%) em euro, 34,5% (39,5%) das importações na moeda norte-americana e 57,8% (54,7%) na europeia.

A denominação das exportações em dólar acontece principalmente quando se vende aos Estados Unidos, ou ainda, quando se exportam bens homogêneos, que possuem uma grande elasticidade-preço da demanda. Para se proteger dos efeitos negativos que a variação no câmbio local teria sobre a demanda internacional do produto, os produtores denominam seus produtos em moeda veicular, o dólar.

Sobre a denominação das dívidas externas:

No México e no Chile, cerca de 98% da dívida externa são denominados na moeda estadunidense. No Brasil e na China, este percentual está em torno de 80%. Na Argentina, o fim do *currency board* – que determinava uma paridade fixa para a taxa de câmbio entre o peso e o dólar – e a crise de 2002 fizeram com que a dívida dolarizada passasse a ser evitada; o que se vê, no entanto, é que ela não passou a ser contratada na moeda local, mas foi substituída pela dívida em euro, que hoje representa mais de um terço do total. Na Índia, Malásia e no chamado Leste Asiático (onde o país mais significativo é a Coreia do Sul), além da dívida em dólar, há uma parcela expressiva denominada em yen. (CONTI, 2011: 30)

4. *Função unidade de conta (uso público)*

A função de unidade de conta no uso público está estritamente relacionada às moedas que os países escolhem utilizar como referencial para seu câmbio. Qualquer que seja o regime de controle cambial que as autoridades de um país buscam realizar, ela se baseia em uma ou mais moedas internacionais para se ter noção de valor, permitindo assim um controle sobre as indesejadas variações bruscas no preço do câmbio.

O dólar é largamente a mais utilizada moeda para essa referência. O euro também é utilizado, mas mais localizadamente em países da Zona do Euro, enquanto o uso da moeda norte-americana pode ser observado na Ásia, África, América Latina e Oriente Médio. (CONTI, 2011: 32)

5. *Função reserva de valor (uso privado)*

A função reserva de valor, como mencionamos, é das mais importantes na determinação da hierarquia monetária. A escolha de uma determinada moeda para transportar valor do presente ao futuro é bastante relevante pois condiciona a trajetória de outros agentes nos mercados e aumenta os interessados na estabilidade de uma determinada moeda.

Atualmente, por conta das transformações observadas no processo de globalização financeira, a reserva de valor a nível privado pode ser realizada de diferentes maneiras, ensejando o surgimento de diversos mercados. Conti (2011: 34-41) analisa três mercados internacionais: o bancário, o de títulos e o de derivativos.

Em sua análise, fica claro que o mercado bancário é dominado por ativos e reservas denominadas em dólar. Dados compilados pelo autor a partir do *Quarterly Review* do BIS de dezembro de 2009 apontam a denominação de ativos bancários no exterior em Moeda estrangeira na ordem de 57,2% em dólares, 22,3% em euro, 5,9% em libra esterlina, 2,9% em Yen, 2,1% em Franco Suíço e 9,7% em demais moedas. Com relação ao passivo a proporção se repete: 58,9% dólar, 20,5% Euro, 5,6% Libra esterlina, 3,8% Yen, 2,4% Franco suíço e 8,9% demais moedas.

Tomando os dados de ativos e passivos locais denominados em moedas estrangeiras, mais uma vez percebemos a dominância do dólar enquanto escolha dos agentes. Os ativos em dólar representam 48,5% das denominações em moeda estrangeira, contra 29,8% do euro, 7,2% do Franco suíço, 4,2% do Yen, 4,0% da Libra esterlina e 6,2% de outras moedas.

Com relação aos passivos detidos por instituições financeiras em moeda estrangeira, mais uma vez o dólar tem uma posição dominante com 51,9% dos passivos, contra 25,3% do euro, 3,5 do Franco Suíço, 3,4% do Yen, 4,1% da Libra esterlina e 11,7% de outras moedas.

Nos mercados internacionais de títulos nota-se uma presença mais significativa do Euro, em especial no mercado monetário por conta dos *comercial papers*²⁴. Dados de 2009 apontam o montante de 443 bilhões de dólares (convertidos do euro) denominados em euros, contra um valor de 320,1 bilhões em dólares. A libra esterlina respondia por 99,1 bilhões, enquanto moedas como Franco suíço, Yen e dólar australiano atingiram juntas algo em torno de US\$ 47 bilhões.

No mercado de capitais, mais uma vez o euro marca presença significativa ficando à frente do dólar. Dólar e euro, são, portanto, as moedas mais utilizadas como reserva de valor pelos agentes privados operando na economia internacional. As demais moedas seguem sua posição de longe, sendo pouco significativas em termos competitivos.

6. *Reserva de valor (uso público)*

Os governos também se valem de reservas para transportar valor do presente para o futuro. A grande maioria das reservas nacionais está denominada em dólar, seguido pelo euro. Há também reservas compostas por Direitos Especiais de Saque (DES) e ouro.

Conti (2011: 47) analisa o crescente papel do euro na hierarquia de moedas chamando atenção para o ganho de relevância dessa moeda no desempenho de algumas funções, mas não de outras. No caso da função de reserva de valor, há um claro ganho de relevância, explicado, pela busca dos agentes e investidores pela valorização de suas reservas de valor, sendo o euro uma das melhores alternativas para tanto nos anos recentes. Esse movimento de procura por valorização é recorrente, e uma das principais explicações causais para a diversificação das moedas que desempenham o papel de reserva de valor a nível internacional privado, principalmente:

Se uma moeda é demandada em função do rendimento que ela oferece, ela não é demandada exatamente enquanto uma moeda, mas sim enquanto um ativo financeiro. Assim, essa demanda é submetida a uma lógica distinta daquela que determina a demanda de uma moeda enquanto moeda (ou seja, uma demanda que vislumbre efetivamente o desempenho de uma das funções monetárias). (CONTI, 2011: 48)

²⁴ *Commercial papers* são instrumentos de captação de crédito no mercado monetário. Geralmente não necessitam registro de sua operação junto às autoridades regulatórias e supervisoras porque possuem maturidade curta (1 a 6 meses, em alguns casos 9 meses). Diminui-se, assim, o custo para as empresas que emitem a obrigação em função de levantar os recursos.

Com base nessa análise percebe-se a preponderância do dólar no desempenho de funções monetárias internacionais. A moeda norte-americana ocupa, portanto, o centro do SMI. A seguir, em uma posição mais relevante que as demais moedas se encontra o euro, ainda sem desafiar o dólar. Seguido por aquelas moedas que também desempenham funções internacionais, mas em pequena medida, e por fim as moedas periféricas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional. (CONTI, 2011: 46)

O que determina, no entanto, essa posição hierárquica entre as moedas? Por que não há uma menor polarização no sistema monetário internacional, especialmente se essa condição é benéfica ao emissor da moeda internacional?

As respostas para essa pergunta são complexas por conta das diferentes perspectivas que se consolidaram na literatura acadêmica para responde-la. No campo da EPI, o debate gira em torno das condições que levam uma moeda a atingir esse patamar de relevância internacional.

O posicionamento de uma moeda na hierarquia internacional não é um fenômeno relacionado apenas à decisão dos agentes presentes na economia internacional. A demanda pela utilização da moeda é importante e deve ser levada em consideração, afinal, não se pode descartar a relevância da demanda na trajetória que leva uma moeda a assumir proeminência internacional nas funções clássicas.

A utilização das moedas pelos agentes econômicos é importante. Contudo, as circunstâncias para a demanda dos agentes sobre as moedas são fruto de características do SMI, determinadas em grande parte pelas relações entre os Estados nacionais. Isso significa que a esfera política internacional tem influência na determinação das opções de moeda disponíveis aos agentes econômicos:

Dito de outra forma, não são os agentes privados que escolhem as moedas com uso internacional e, assim, determinam a hierarquia monetária; pelo contrário, a hierarquia monetária estabelecida – e determinada por questões geopolíticas e geoeconômicas, como se verá – é que define quais moedas serão demandadas pelos agentes privados para serem usadas em âmbito internacional. (CONTI, 2011: 52)

Nesse sentido, Conti (2011) destaca que são vários os aspectos relevados pela literatura para que uma moeda se torne uma das opções a participar desse jogo internacional: o *tamanho da economia nacional* e o grau de sua integração com a

economia mundial; o *poder geopolítico*; o *voluntarismo político*; A força e a inclinação das *instituições*; o tipo de política econômica praticada e os resultados macroeconômicos.

As economias de rede e de escala são importantes pois permitem que uma moeda tenha maior utilidade perante os agentes econômicos. Quanto maior o número de atores envolvidos com uma moeda, maior é a aceitação da mesma e assim o estímulo a que novos atores adotem seu uso. Quanto mais volumosas são as trocas, menores serão os custos transacionais envolvidos. Há, portanto, relevância no tamanho de uma economia e em sua integração com a economia internacional para o posicionamento de sua moeda na esfera internacional. Se há uma grande economia nacional há, muito provavelmente, muita moeda sendo transacionada e também maiores as chances de uma volumosa relação com o resto do mundo.

Nesse sentido, são principalmente três pilares que aparentemente sustentam a internacionalização das moedas do ponto de vista dessa perspectiva da importância do tamanho da economia nacional para a definição da hierarquia monetária. Os fluxos de comércio, os fluxos financeiros e o tamanho e a profundidade do mercado financeiro dos países.

O fluxo comercial é uma das principais fontes de “exportação” monetária, e há uma relação interessante entre a atual hierarquia das moedas e as principais economias exportadoras e importadoras do mundo. Os EUA, a Alemanha, o Reino Unido, o Japão e a China, todos possuem uma boa integração econômica comercial com a economia internacional, e, com peso menor das três últimas (ainda menos relevante no caso chinês), possuem suas moedas desempenhando alguma função a nível internacional.

Os fluxos financeiros também são importantes e parecem corroborar as posições dos fluxos comerciais. Na análise quantitativa de Conti (2011) a Zona do Euro, os EUA, o Reino Unido e o Japão possuem “correntes financeiras” (soma da entrada e saída de capitais pela conta financeira, composta por: IED, portfólio, demais investimentos e derivativos) expressivas.

Outro elemento relevante para a internacionalização das moedas, paralelo ao tamanho da economia e à integração comercial e financeira, é o nível de profundidade do sistema financeiro nacional da economia em questão. Um sistema financeiro profundo permite que os agentes mudem de posição dentro do mesmo sistema, saindo de títulos da

dívida pública para ações de empresas *bluechips*²⁵, ou outros tipos de ativos, se assim quiserem. Isso só é possível quando o mercado financeiro é grande o bastante para comportar mercados secundários.

Essa característica aumenta a segurança do investimento e diminui a incerteza quanto à possibilidade de liquidação das posições assumidas, sendo um grande estímulo de atratividade aos negócios em determinada moeda. Como exemplo, o dólar goza do sistema financeiro mais profundo da economia internacional. Peter Gowan (2003; 2009), por exemplo, aponta o dólar e Wall Street como dois polos fundamentais de ordenação do sistema monetário e financeiro internacional.

O poder geopolítico é outra das variáveis que Conti (2011) assume como relevantes na determinação da posição de uma moeda na hierarquia de moedas internacional. Esta variável pode estimular de duas maneiras o uso da moeda: pela confiança depositada pelos agentes sobre uma divisa emitida por um Estado poderoso; ou, indiretamente: “(...) por meio dos efeitos desse poder geopolítico sobre as variáveis econômicas importantes para esse uso (a dimensão da rede de transações do país, as características do mercado financeiro, etc.).” (CONTI, 2011: 59)

Neste trabalho, assume-se que a influência geopolítica sobre a ordenação do sistema monetário internacional é fundamental para se compreender a dominância do dólar. Ela se manifesta principalmente pela projeção de poder de um Estado poderoso sobre os demais atores do sistema. O domínio territorial, a preponderância militar, o controle sobre a denominação do comércio de alguns mercados de grande importância, como o Petróleo, são aspectos ilustrativos da importância desse fator.

Metri (2015) contribui com relevante ressalva acerca das análises sobre moeda na área de EPI. Tais interpretações não costumam considerar o movimento expansivo do estado que a emite. Acabam ignorando cálculos estratégicos deliberados, ações diplomáticas e dissuasões, e até o uso efetivo de violência. Mesmo no caso de interpretações com “viés geopolítico”.

²⁵ *Blue Chips* são as mais valiosas fichas do jogo de pôquer. O nome é atribuído àquelas empresas que possuem desempenho econômico robusto operando lucrativamente mesmo em períodos de dificuldades econômicas. Esse tipo de empresa é vista como investimento menos volátil do que outras empresas que não compartilham do mesmo status. Pela confiança que lhes são depositadas sua posição é considerada institucional nos mercados acionários, um investimento seguro.

Isso ocorre, segundo o mesmo autor, por conta da herança conceitual interpretativa. A maioria das análises tem como pano de fundo o fenômeno monetário como uma criação para facilitar as trocas que emerge espontaneamente para dinamizar a atividade econômica. Assumem, portanto, autonomia na agência dos atores econômicos para a definição da moeda. Na visão do autor, não há real consideração do poder como dimensão teórica relevante:

Isso ocorre porque há uma dificuldade comum ao tratamento conferido à dimensão do poder em assuntos monetários. Esta dificuldade aparece mesmo para os trabalhos com “viés geopolítico”, já que a categoria de poder surge apenas como condição histórica não como dimensão teórica relevante. (METRI, 2015: 68)

Não é intuito desta seção realizar uma discussão aprofundada sobre as interpretações do surgimento da moeda e como essas reflexões podem ser melhor aplicadas para o fenômeno de internacionalização das moedas. Contudo, cabe destacar, conforme será explorado com análise histórica na próxima seção deste capítulo, a relevância no movimento estatal estratégico de defesa e centralização do dólar praticado pelos EUA na economia internacional.

Outro aspecto relevante levantado por Conti (2011) é o do “voluntarismo político”. Consiste na atuação de um determinado país em promover ou atuar contrário à promoção de sua moeda em nível internacional. Definindo trajetórias políticas objetivas em função de ampliar o uso internacional de sua moeda, ou ainda, barrando, via quaisquer tipos de controles, que sua moeda assuma funções internacionais.

Mais um dos aspectos trazidos por Conti (2011), diz respeito às abordagens que relevam a institucionalidade para a efetivação de uma moeda ao cenário internacional. Essas, trazem, principalmente, dois tipos de argumento. O primeiro está relacionado à agenda das instituições multilaterais como o Grupo Banco Mundial. Diz respeito a adequações dos países a uma noção ótima de desenvolvimento político e econômico, bem como de correlação dessas forças no nível doméstico, tendo como foco central o equilíbrio legal e de regras que impeçam a corrupção, promovam o setor privado, a estabilidade política, o respeito às regras definidas e a eficiência da formulação e aplicação das políticas públicas.

Conti (2011) descarta como relevantes essa preocupação institucional tão ampla como fator causal no fenômeno de internacionalização de uma moeda. Prefere destacar o

argumento que foca na importância de alguns aparatos institucionais específicos, como a liberalização e abertura dos mercados financeiro e cambial. Esses elementos são importantes para a participação de uma moeda na concorrência internacional. Cabe ressaltar, contudo, que não são suficientes para definir a internacionalização da moeda e que podem representar perigos dada a competição com moedas mais consolidadas e a intensa capacidade de arbitragem e especulação dos mercados financeiros globais.

Com relação a pré-requisitos de política macroeconômica e dos chamados fundamentos macroeconômicos para a internacionalização da moeda, Conti (2011), com base no trabalho de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003)²⁶, e as atualizações do mesmo, Eichengreen et al (2005)²⁷, expõe que não há correlação observável. Fundamentos como taxa de inflação, dívida pública em relação ao PIB e saldo de transações correntes ou mesmo de balanço de pagamentos não parecem determinar a capacidade de uma moeda realizar funções clássicas a nível internacional.

Cabe ressaltar, ainda, que a administração doméstica e a abertura e profundidade do mercado financeiro do país emissor da moeda internacional crescem em importância conforme a relevância proporcional da mesma se amplia na hierarquia de moedas. Quanto mais abundante a moeda em circulação, maior a importância da manutenção de uma política inflacionária condizente, e da possibilidade dos investidores encontrarem mercados secundários para seus ativos financeiros.

Os eventos de desenvolvimento da arquitetura financeira internacional, e também as ocorrências pós-crise que serão analisados neste capítulo corroboram essa observação. A hipertrofia de Wall Street ajudou a atrair investidores internacionais e fortaleceu a atração do dólar enquanto moeda internacional de maneira significativa nesses dois episódios.

Resumindo a interpretação aqui delineada, pode-se afirmar que os aspectos relevantes para a internacionalização de uma moeda são: o tamanho da economia e sua integração comercial e financeira com a economia internacional; o poder geopolítico; o movimento estratégico competitivo desempenhado pelos Estados na promoção de suas

²⁶ Eichengreen, B.; R. Hausmann. & U. Panizza. *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why they matter*. NBER Working Paper 10036, October, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.

²⁷ Eichengreen, B. & R. Hausmann. *Other people's Money: debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: the University of Chicago Press.

moedas; e a solidez da administração e a abertura e profundidade do mercado financeiro ganham relevância quanto mais abundante é a moeda internacional.

Os demais aspectos que estão presentes na literatura de economia sobre esse tema são superficiais e não são compreendidos como fundamentos para a internacionalização de uma moeda.

A seguir serão abordadas algumas noções conceituais básicas referentes à regulação financeira. O caráter endógeno da instabilidade financeira e os tipos de regulação. O objetivo é familiarizar o leitor com a temática, particularmente as questões econômicas relacionadas à regulação. No segundo capítulo a discussão regulatória será retomada de um ponto de vista de EPI.

1.1.4 REGULAÇÃO FINANCEIRA, INSTABILIDADE ENDÓGENA E TIPOS DE REGULAÇÃO

A temática da regulação financeira foi inicialmente tratada pela disciplina de Economia Política. Nesse campo, muitas análises versam sobre a necessidade ou não de regulação e sobre os mecanismos em si que devem ser utilizados para tanto. É uma discussão relacionada ao funcionamento econômico do sistema, preocupada com a operação bancária e seus efeitos sobre o sistema financeiro e econômico de modo geral.

Este trabalho, contudo, não é uma pesquisa para avaliar se a regulação financeira atual é apropriada ou não e quais as transformações que deveriam ocorrer para sua melhor adaptação. A preocupação é de ordem política internacional e intenciona pensar a questão da regulação financeira internacional através da política ao redor de sua criação e consolidação.

Na trilha das recomendações de Susan Strange, procura-se analisar a questão a partir do poder na economia política internacional. *Cui bonno?* Isso é, quem se beneficia? Compreende-se, nesse sentido, que a conceitualização exposta até aqui, movimento sistêmico de competição interestatal capitalista, Poder Estrutural e Hierarquia das moedas, propiciam uma análise profícua do fenômeno de RFI a partir da perspectiva exposta.

Essa seção tem o objetivo de abordar alguns conceitos e interpretações correntes na esfera da regulação, oferecendo entendimentos básicos sobre esse complexo objeto. Objetiva-se complementar o quadro conceitual supracitado que lida com a política da RFI. Expõe-se, portanto, a importância da regulação, a questão do caráter endógeno da instabilidade financeira, a necessidade de regulação e os tipos de regulação financeira existentes.

O setor financeiro possui características que o diferenciam dos demais setores econômicos. Carvalho ressalta que a quebra de uma empresa financeira não é um acontecimento comparável às quebras de empresas dos demais setores da economia. Ao contrário dos demais setores econômicos, as empresas concorrentes não se aproveitarão da diminuição da competição no mercado imediatamente, pois os agentes econômicos tendem a perder confiança e tornaram-se avessos ao risco financeiro.

A falência de um banco ou outra instituição financeira desencadeia uma reação negativa prejudicando as instituições do setor, em especial as que atuam no mesmo mercado. Mesmo que o problema original estiver relacionado à incompetência dos gestores de determinada instituição, ao passo que suas concorrentes gozem de gestões perfeitamente equilibradas.

Daí decorre a especificidade da regulação financeira: lidar com o contágio, ou seja, com a possibilidade de que o fracasso de uma instituição se alastre por todo o mercado financeiro. Segundo Carvalho (2005), o contágio é um fenômeno específico do sistema financeiro, que se alicerça em maior parte no papel que a confiança do público desempenha neste mercado, e da instabilidade característica de um elemento subjetivo como esse.

Ademais, o sistema financeiro, e em particular, o setor bancário desempenham função de grande importância para o desenrolar da atividade econômica. São através dos bancos que quase todos os agentes presentes e atuantes na economia realizam os pagamentos relativos às compras e vendas de bens e serviços. Por conta dessa centralidade, uma crise no setor bancário, como uma corrida bancária específica com contágio a outros bancos pode acarretar sérios problemas para a atividade econômica de uma região/país.

Apesar de não serem perfeitamente conhecidos, os motivos pelos quais o sistema bancário pode afetar a atividade econômica em um eventual colapso são principalmente

dois. Os bancos são os responsáveis pela criação e fornecimento do crédito, insumo de grande importância para o desenrolar da atividade econômica capitalista. Ao mesmo tempo, conforme já tangenciado, é através do sistema bancário que se opera o mais relevante sistema de pagamentos de qualquer economia moderna.

Os pagamentos realizados através da transferência de direitos sobre depósitos à vista conformam praticamente todas as operações relevantes entre os agentes privados não bancários em uma economia de mercado. Essa liquidação se baseia na aceitação e na confiança dos depósitos à vista como equivalentes à moeda legal, aos olhos do público. Os depósitos à vista, são, portanto, obrigações dessas instituições privadas, os bancos, perante os detentores dos depósitos, em sua maioria agentes privados da economia.

Estes confiam que os bancos irão trocar, a qualquer momento que seja requisitado pelo detentor da obrigação, os depósitos pela quantidade correspondente de moeda legal. Percebe-se que o sistema bancário e o sistema de pagamentos por ele operado com base nos depósitos à vista, estão alicerçados sobre a confiança que os detentores de obrigações possuem na competência do banco em honrar seu compromisso. Daí a importância da confiança que o mercado como um todo deposita na solvência do banco.

Em caso de erosão dessa confiança, os bancos podem sofrer com a busca dos depositantes por testar a capacidade da instituição em honrar seus compromissos, produzindo uma onda de resgates que pode se tornar, se alastrada pela maioria dos clientes do banco, uma corrida bancária.

Depósitos à vista são uma exclusividade dos bancos comerciais, e conforme ressalta Carvalho (2005), esses possuem três características relevantes para a estabilidade financeira e a questão do contágio. Possuem maturidade zero, isto é, não ganharão valor (é proibido por lei que a captação de depósitos à vista ofereça remuneração); tem seu valor fixado ao par em termos de moeda legal; e são resgatados por ordem de pedido (os primeiros da fila possuem prioridade e resgatam integralmente até os recursos serem exauridos).

Por conta dessas características, há uma recorrência constante do fenômeno de corrida bancária. Toda vez que os depositantes perdem confiança em algum banco ou outras instituições financeiras por perceberem a provável incapacidade de lidar com suas obrigações há um movimento de saque. Nesse sentido, conforme ressalta Carvalho (2005), para que o risco de crédito seja diminuído, é necessário criar instituições que

permitam a cobertura dos recursos dos bancos em caso de corrida ou perda. Quem possui o monopólio de emissão da moeda legal de determinado território é o Estado, o que o coloca no centro da questão com a obrigação de criar uma rede garantidora desse sistema.

Não cabe aqui discorrer sobre os motivos e instrumentos utilizados pelo Estado para oferecer esse tipo de garantia à economia. Contudo, a observação empírica permite assumir que ele o fará, permitindo seguir a análise da necessidade de regulação financeira (CARVALHO, 2005).

Minsky (1986) é o responsável por ressaltar o caráter endógeno das crises financeiras. A procura pela maximização do lucro por parte das instituições financeiras e a disposição a especular sobre suas posições e fluxos de caixa são as provas de como a dinâmica de tomada de riscos está ligada ao funcionamento do próprio sistema financeiro.

Segundo o autor, a gestão dos financiamentos e do balanço patrimonial como um todo dos bancos se torna frágil quando a dinâmica de oscilações do sistema financeiro comprime suas margens de segurança. Tais margens, compostas pelas garantias dos financiamentos tendem a levar os bancos a retrair sua atividade, aumentando as taxas de juros e produzindo um choque negativo sobre a economia em geral.

Conforme as garantias dos empréstimos se retraem ou são fragilizadas, e ativos do balanço perdem valor no mercado, os bancos e as empresas se tornam mais sensíveis aos movimentos dos níveis de atividade e oscilações nos mercados de capitais. A mudança na percepção do risco, ocorrendo de forma súbita, lança as instituições à necessidade, igualmente brusca, por readequar seu balanço e preferir que os ativos à disposição estejam em posições mais líquidas possíveis, caso seja necessário reordenar o balanço para evitar o descasamento de suas posições.

Como consequência dessa readequação de prioridades há um efeito perverso sobre as condições de financiamento que ocasiona choque depressivo sobre o nível de atividade econômica através da maior dificuldade em se viabilizar investimentos e créditos essenciais. (TORRES FILHO & MARTINS, 2016: 8).

A partir dessa análise, no nível microeconômico, Minsky (1986) apontou três grupos de empresas e instituições com base no grau de endividamento e sua relação com os mesmos. O primeiro grupo, denominado *hedged*, seria composto por empresas que tomam empréstimos e não possuem necessidade, salvo em casos excepcionais, de contrair

mais recursos ou renegociar sua dívida para cumprir com o pagamento do serviço de sua dívida (principal e juros). Esse tipo de empresa depende majoritariamente do sucesso de suas próprias operações, e possuem, no cenário econômico esperado, suas principais preocupações. Tanto as empresas quanto o banqueiro não precisam se preocupar com flutuações nas condições praticadas pelo sistema financeiro, pois o risco da operação se concentra na frustração no nível esperado de renda das contratantes dos recursos (vendas).

Caso existam choques adversos na atividade econômica que impeçam essas empresas de cumprir com a amortização de sua dívida, elas então têm a opção de se refinanciar. Assumem, nesse sentido, características do segundo grupo definido por Minsky (1986), o dos empreendimentos especulativos. Mais sensíveis à flutuação das condições dos mercados financeiros, exógenas à suas atividades diretas.

Há ainda o terceiro grupo, denominado Ponzi, que se caracteriza por uma grande dependência das condições de financiamento e atividade econômica. Tal atrelamento é marcado pela necessidade de se contratar novos recursos para cobrir até mesmo os juros dos financiamentos anteriores. Esse grupo, está, portanto, diretamente exposto às condições de liquidez no sistema financeiro e à percepção de risco do mercado.

O tipo de financiamento Ponzi não ocorre apenas em situações extremas, em que as empresas ou instituições financeiras são levadas a uma situação de tamanha exposição ao risco financeiro do sistema. Muitos *players* do mercado escolhem não se basear apenas na receita de seu empreendimento para conseguir cumprir as obrigações de seus empréstimos:

Muitas vezes, já é prevista na decisão de investimento-financiamento a necessidade de renegociação dos termos da dívida ao longo do período de pagamento do projeto. Neste caso, a empresa se arrisca a ser obrigada a satisfazer sua demanda adicional de crédito, de natureza relativamente inelástica, em condições mais adversas que as originais, o que pode colocar em cheque o sucesso do empreendimento. (TORRES FILHO & MARTINS, 2016: 10)

Conforme a economia e o sistema financeiro sofrem choques adversos de atividade econômica, o equacionamento das obrigações fica mais complicado para as empresas prestadoras. Aquelas que estão no primeiro grupo, *hedged*, podem passar ao segundo grupo sem grandes prejuízos à economia e ao sistema. Entretanto, conforme o sistema for perpassado por um grande número de empresas nos níveis especulativo e

Ponzi, o risco se propaga pelo sistema conforme vários desses agentes são obrigados a recorrer à falência, dificultando ainda mais a restauração de padrões de liquidez que permitam o reequilíbrio da economia e do sistema financeiro.

Dessa maneira, para Minsky (1986: 209) apud (TORRES FILHO & MARTINS, 2016: 11):

o principal determinante de sua instabilidade em uma economia é a mistura entre o financiamento *hedged*, especulativo e Ponzi. A existência de uma grande componente de posições financiadas dessas duas últimas formas é (condição) necessária para a instabilidade financeira.

Os mecanismos de regulação financeira, são, nesse sentido, instrumentos para se impedir que o sistema financeiro, por conta de sua instabilidade, produza crises e choques, e que se estruture de maneira demasiadamente arriscada. Cabe ressaltar que isso deve ocorrer sem que se constanja a capacidade do sistema financeiro de criar crédito para o desenvolvimento econômico.

A literatura sobre o tema divide três áreas da regulação financeira: a prudencial, a sistêmica e a comportamental.

A regulação prudencial diz respeito às medidas delineadas pelas autoridades financeiras para que as instituições, em especial as bancárias, estructurem seus balanços patrimoniais de uma maneira minimamente segura, sem, no entanto, constrirem a eficiência de sua atuação perante a economia. O caso mais notório é o da definição de requisitos mínimos de capital para que essas instituições operem já considerando o risco que possuem em seus balanços. Para determinar esse tipo de padrão e fiscalizar o cumprimento dos mesmos, os reguladores possuem acesso a informações sobre as condições atualizadas das instituições sob seu escrutínio.

A regulação sistêmica, por sua vez, tem como foco a prevenção de episódios de contágio entre instituições financeiras que possam levar a crises financeiras e econômicas, O objetivo desse tipo de regulação é impedir, através de controles sobre o sistema de pagamentos e a as demais infraestruturas do mercado que problemas em uma instituição ou mesmo em um mercado contaminem o restante do sistema.

O contágio se manifesta em duas direções. Primeiro, a corrida contra uma instituição ou banco comercial pode levar à perda de confiança no sistema bancário como

um todo, ocasionando corridas contra outras instituições semelhantes. Há a possibilidade de que a perda de um banco e seu eventual colapso afetem outros bancos como numa reação em cadeia.

Ademais, o colapso do sistema bancário, em decorrência das corridas bancárias, pode paralisar o principal sistema de pagamentos de uma economia moderna. Nesse sentido, o contágio é um fenômeno específico encontrado nos sistemas financeiros que demanda a formulação de uma estrutura legal e institucional para impedir ou conter seus efeitos. Essa ação corretiva do Estado se alicerça sobre duas formas de intervenção: Redes de segurança para impedir que choques produzam efeitos sistêmicos, e regras específicas concernentes à operação dos bancos e instituições financeiras que regulem e ofereçam supervisão, permitindo maior resiliência perante os mesmos choques:

Contágio, assim, é uma manifestação específica ao sistema financeiro da noção de externalidade, um tipo de imperfeição de mercado que exige uma intervenção corretiva. No caso do sistema financeiro, esta intervenção toma duas formas: a criação de redes de segurança, para evitar que choques possam causar os problemas sistêmicos descritos, e a definição de regras de regulação e supervisão que reforcem a capacidade do sistema de evitar ou absorver choques. (CARVALHO, 2005: 7)

Para oferecer um exemplo sobre o contágio, Brunnermeier et al (2009: 13) trazem um caso hipotético que é elucidativo: Um banco A toma emprestado um valor do Banco B, que além desse empréstimo possui outros ativos. Em seguida o Banco B (emprestador) sofre uma perda em outros empréstimos, porém o Banco A mantém-se confiável. O Banco B, buscando reduzir sua exposição, decide diminuir seus ativos no balanço patrimonial de maneira que sua situação fique mais confortável perante seu agora reduzido patrimônio líquido. Nesse sentido, retira o empréstimo do Banco A. Porém, da perspectiva desse último o que ocorre é uma retirada de fundos. Caso o Banco A não seja capaz de solucionar essa saída de fundos terá também que diminuir seus empréstimos ou vender ativos para recuperar aqueles recursos.

Delineia-se, então, uma delicada situação. O Banco B, em virtude de procurar seu melhor interesse em termos de exposição retirou o empréstimo do Banco A, o que em um contexto de falta de liquidez para a consolidação e falta de liquidez no mercado, pode levar a um cenário de grandes dificuldades para o sistema. Se o Banco A não possuir outras fontes para acessar fundos e não possuir ativos líquidos para vender, ou ainda tenha

que o fazer em preços de desconto (mais custoso), a retirada de empréstimo parecerá uma corrida bancária:

In the case where we have the combination of (i) Bank 1 not having alternative sources of funding, (ii) the reduction in Bank 2's lending being severe, and (iii) Bank 1's assets being so illiquid that they can only be sold at fire sale prices, then the withdrawal of lending by Bank 2 will feel like a run from the point of view of Bank 1. (BRUNNERMEIER ET AL, 2009: 15)

O efeito negativo sobre o Banco A poderá se propagar pelo sistema se considerarmos que ele provavelmente irá faltar com suas obrigações em outros empréstimos, contagiando outras instituições. É o que os autores chamam de efeito dominó de contágio financeiro (*domino model of financial contagion*). A regulação sistêmica, ou também conhecida como macroprudencial se preocupa em criar constrangimentos e mecanismos para impedir esse processo que descrito.

Por sua vez, a regulação comportamental, tem como foco disciplinar as práticas escolhidas pelos participantes do mercado financeiro em relação à concorrência e a seus consumidores. Busca impedir manipulação de informações e de poder por parte das instituições financeiras no jogo competitivo do mercado. (TORRES FILHO & MARTINS, 2016: 15)

É importante enfatizar que a regulação financeira tem também um caráter volátil, de permanentes mudanças. As instituições estão constantemente buscando formas de ampliar sua margem de lucro, por conta da intensa competição do setor financeiro internacional. Os reguladores, por sua vez, precisam manter-se atualizados e renovando suas capacidades de supervisão, procurando arbitrar o: “(...) conflito permanente entre as eventuais vantagens oferecidas pelas inovações financeiras e os riscos que elas podem engendrar para o funcionamento do sistema como um todo.” (TORRES FILHO & MARTINS, 2016: 15)

1.1.5 SÍNTESE CONCEITUAL E JUSTIFICATIVA TEÓRICA

Como se pode perceber, o tema da regulação financeira internacional exige uma abordagem ampla que permita a compreensão das nuances da política que cerca os processos de formação e construção de padrões regulatórios a nível internacional. São

vários os aspectos que podem influenciar esse ambiente, como as condições de funcionamento do sistema financeiro internacional, a relação política entre os países, a preponderância técnica e ideológica de determinadas soluções regulatórias, as pressões domésticas sobre os políticos das grandes economias, a busca dos reguladores nacionais pela manutenção de sua autonomia, pela ampliação do controle e da supervisão, etc.

Como visto na última seção, há ainda o agravante da necessidade de regulação advir do funcionamento do próprio sistema financeiro internacional, de se criar controles sobre o mesmo a fim de dirimir a tendência à prática de negócios arriscados que podem prejudicar a economia como um todo.

Verdier (2013) ressalta que o sistema de regulação financeira internacional se diferencia de outros tipos de temas internacionais como comércio e ambientalismo. Isso porque a RFI tem como base de sua estrutura legal padrões formais, porém não institucionalizados de regras, definidos por redes informais de reguladores nacionais. Não existem, como nos demais regimes, tratados ou instituições internacionais estabelecidas, e os variados temas que necessitam de tratamento regulatório estiveram espalhados por redes não necessariamente conectadas.

Nesse sentido, o desenvolvimento desses padrões acontece de maneira desigual e em ritmos diferentes. Apenas no aspecto de regulação bancária e, mais especificamente, no de adequação de capital, há a exceção dos Acordos de Basileia negociados no âmbito do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS²⁸) dentro do Banco de Compensações Internacionais (BIS²⁹). Outros aspectos das finanças internacionais como fundos de hedge, seguros, agência de classificação de risco, derivativos sobre o balcão, etc., são pensados por redes variadas e difusas de reguladores nacionais.

Ainda segundo Verdier (2013), essa característica de difusão e informalidade que marca a RFI pode ser explicada pela falta de um argumento conceitual sólido e pouco disputado para justificar a construção de um “regime” de regulação financeira. Em outras áreas, como o comércio internacional, existe uma justificativa pouco controversa que permite o avanço da cooperação e conseqüentemente fornece as bases para o desenvolvimento de uma institucionalidade multilateral:

²⁸ *Basel Committee on Banking Supervision*. BCBS na sigla em inglês.

²⁹ *Bank of International Settlements*. BIS na sigla em inglês.

An elementary difficulty in this debate is the lack of a convincing account of the objectives pursued by IFR. In other areas, relatively uncontroversial theories explain why unilateral action by states is suboptimal and international cooperation can produce collective gains. (VERDIER, 2013: 1406)

As questões que podem ser levantadas diante dessa constatação, e que são passos relevantes na compreensão do objeto são: Por que não há definição de um consenso interpretativo, um fundamento intelectual que permita a construção de uma estrutura sólida e multilateral? São características específicas das finanças internacionais que impedem o surgimento desse tipo de fundamento?

Conforme procurou-se demonstrar nas duas primeiras partes deste item, o funcionamento da economia internacional está alicerçado ao redor de estruturas, cuja configuração está determinada pelas relações de poder e riqueza entre diversos atores, em especial os Estados, mas também as empresas, instituições financeiras, indivíduos e grupos de interesses.

Dessa maneira, as relações econômicas internacionais dependem de uma estrutura de segurança internacional, que propicie estabilidade, paz, e o desenrolar menos conflitivo dos processos econômicos. Ao mesmo tempo, têm suas dinâmicas largamente influenciadas por como se arranja a produção, como se fornece o crédito para o investimento e para o consumo, como se realizam os pagamentos, a reserva de valor e os investimentos. As configurações das estruturas de produção e financeira definem quem possui o domínio de tecnologia, técnicas e gestão da produção, qual o valor do crédito, como ele pode se disponibilizar internacionalmente, como se precificam as diferentes moedas e como se dão os fluxos financeiros internacionais. Por sua vez, a estrutura de conhecimento com base na crença técnica-científica suporta e orienta as tomadas de decisão relevantes nas políticas econômicas nacionais, nas estratégias empresariais, nos acordos internacionais, nas instituições internacionais, etc. Enfim, oferece arcabouço ideacional, não homogêneo, para o funcionamento da economia internacional.

Com efeito, tais estruturas de poder não oferecem suporte apenas à economia internacional. Sustentam a si mesmas também. O arranjo de segurança baseado no extensivo poderio militar dos Estados Unidos com bases espalhadas por todos os cinco continentes está diretamente relacionado à posição central do dólar na economia internacional. O avanço da liberalização financeira, relevante para a consolidação do sistema globalizado baseado no dólar, se valeu do conhecimento produzido ao redor das

teorias liberais da economia. Em outras palavras, os arranjos nas diferentes estruturas possuem uma relação direta entre si, pois se sustentam e se valem de recursos em várias áreas para avançar e se consolidar:

A capacidade de investir pesadamente em armamentos sofisticados sem constrangimentos externos significativos depende da centralidade de Wall Street e dos títulos públicos americanos na alta finança internacional. Esta, por sua vez, por penetrar no interior das diversas sociedades civis, ajuda a sustentar, de dentro para fora, o status quo da política internacional. (MARIUTTI, 2012: 51)

Como as estruturas possuem essa interação constante e fundamental, a alteração da estrutura financeira por meio de uma redefinição regulatória profunda tem o potencial de transformar o *status quo* da economia e até mesmo produzir efeitos sobre a política internacional.

Ademais, mesmo de um ponto de vista exclusivamente econômico, a construção de um padrão de regulação não ocorre de forma simples. Por delimitar a margem de atuação das instituições financeiras e por conter em si o controle sobre a criação do crédito, os tipos de operações financeiras, e as possibilidades de lucro, esse processo é marcado por relações políticas intensas. Sem o intuito de simplificar o fenômeno, apenas a título ilustrativo, podemos assumir que as instituições financeiras pressionarão por um maior grau de liberdade, enquanto as autoridades estatais precisarão equacionar seus próprios interesses políticos.

Paralelamente, para refletir sobre a possibilidade de governança internacional no sistema, conforme aponta Fiori (2005c), faz-se necessário partir das premissas teóricas angulares do sistema interestatal capitalista. Reconhece-se, conforme exposto, um movimento sistêmico expansivo, cuja dinâmica se pauta na competição entre as unidades de poder, organizadas em forma política estatal e forma econômica capitalista. Estas assumem um movimento de acumulação de poder e riqueza constante e irrefreável, na direção do Poder Global.

A projeção de poder no nível internacional, porque segue as bases de organização sistêmica expostas não permitem a criação de uma governança supranacional. O sistema possui uma tendência anárquica, originada na Paz de Westfália (1648), com sua recusa à poderes supranacionais. Esse aspecto competitivo do sistema, contudo, não significa a

ausência de autoridade e o caos sistêmico. Isso porque surgem hierarquias no sistema, organizando a gestão da paz, da guerra e da economia:

Mas a experiência histórica ensina que se não houve império mundial tampouco houve caos, porque o sistema se hierarquizou e criou, na prática, várias formas individuais ou coletivas de gestão supranacional da paz, da guerra e da economia. Formas de gestão imperfeitas e transitórias, quase sempre atropeladas e destruídas por novos impulsos da tendência imperial. (FIORI, 2005c: 69)

Com efeito, é a partir dessa chave que se procura pensar a questão da governança conforme levantada a partir da leitura de Verdier (2013). Para Fiori (2005b: 69-70) as situações de hegemonia mundial se dão, na realidade, por convergência de circunstâncias e alinhamento excepcional de interesses propiciando o surgimento de governanças globais, como no caso da liberalização comercial. Isso ocorre porque a hegemonia é uma posição de poder em disputa, e, dada a natureza da acumulação sistêmica, transitória. Não é o resultado da vontade coletiva, multilateral, institucional, ou da mera liderança como acreditam outros autores:

(...) na história do sistema mundial só houve hegemonia de fato quando ocorreu coincidência ou convergência dos interesses e valores da potência ascendente com os das demais grandes potências transitoriamente derrotadas ou superadas (...) Só nos momentos excepcionais em que se deu essa convergência é que se pode ao mesmo tempo falar de hegemonia e pensar na possibilidade da existência eficaz de regimes internacionais capazes de sustentar ou regular algum tipo de governança mundial. (FIORI, 2005c: 70)

Nesse sentido, a governança econômica depende de objetivos políticos amplos, da convergência de objetivos entre os Estados, que são os únicos com real autoridade para implanta-la.

Depreende-se dessas observações que o período da hegemonia norte-americana teria durado da vitória na II guerra (1945) até 1973, quando são rompidas as regras que norteavam os arranjos de Bretton Woods. A adesão dos países e economias europeias a essa ordenação sistêmica esteve inserido no contexto político da época, com a ameaça da Guerra Fria e o medo da mobilização das insatisfeitas massas dentro e fora do continente europeu. A “construção da ordem” levou os norte-americanos a liderarem um esforço de construção de um regime multilateral de livre-comércio³⁰ e estabilidade financeira com

³⁰ Para análise sobre a trajetória institucional do processo de formulação da Política Comercial liberalizante dos EUA no pós-guerra, vide Destler (1995). Para uma integração com a hegemonia norte-americana e a esfera internacional vide Vigevani et al (2006) e Mendonça (2009).

base em instituições e controles financeiros que permitissem o desenvolvimento econômico estratégico de seus aliados políticos. (DESTLER, 1995); (MENDONÇA, 2009); (PECEQUILO, 2003); (VIGEVANI ET AL, 2006)

Conforme será ressaltado os itens seguintes, o que ocorre a partir de meados dos anos 1970 é o abandono do sistema monetário internacional acordado em Bretton Woods. Isto ocorre por conta do fim da convergência política estratégica iniciada em 1945. O fim desse arranjo, contudo, não produziu uma crise terminal da liderança dos EUA. Na verdade: “(...) destravou a vocação imperial dos Estados Unidos, que desde então acumulam contínuos ganhos de poder com o novo sistema monetário “dólar flexível”.” (Fiori, 2005b: 71). É a reconfiguração das estruturas de poder internacional, com predominância estadunidense, para a qual também contribuíram a vitória na Guerra Fria e as demonstrações de preponderância econômica e militar nos governos Reagan e Bush.

A hipótese de Verdier (2013) para responder as perguntas levantadas articula duas variáveis principais: Uma histórica e outra político-econômica. Para o autor há um fenômeno de trajetória dependente (*path dependency*) relacionado ao surgimento dos padrões de regulação através dessas redes e que atualmente impede o desenvolvimento de alternativas institucionais mais eficientes. No plano político econômico, o autor compreende que as três categorias de atores que participam na definição da RFI (reguladores nacionais, indústria financeira e governos das grandes potências) possuem incentivos não suficientes para percorrer uma via cooperativa internacional sólida e institucionalizada.

Em conformidade com a exposição conceitual e a reflexão apresentada, a hipótese para responder às questões levantadas da não existência de um nível de governança ao redor da regulação como houve ao redor do comércio diz respeito à impossibilidade sistêmica da governança multilateral como fim em si mesma. Cabe destacar, ainda, a configuração das estruturas de poder atuais e a incompatibilidade das mesmas com o avanço de um regime coeso e sólido de RFI rumo ao desenvolvimento da economia global.

Assume-se que isso ocorre por conta da natureza do sistema. Formado sobre as bases nacionalistas, que permitiram a acumulação capitalista, o sistema, que hoje possui a configuração de um capitalismo financeiro globalizado, continua a guardar as

contradições entre as jurisdições nacionais e suas organizações políticas e disputas por poder.

Em momentos de crise e inflexão material que contudem os recursos de poder político, social e material dos principais setores econômicos e dos agentes políticos nacionais podem surgir incentivos a esse tipo de coordenação.

Contudo, motivações para empreendimentos políticos mais coesos de organização da estrutura financeira esbarram nos interesses arraigados na relação entre as demais estruturas de poder. Quando o setor é estratégico ao poder estatal é de se esperar que exista uma relação de proteção, benefício e direcionamento de políticas para a manutenção ou conquista de uma vantagem competitiva na hierarquia internacional.

O setor financeiro norte-americano atual se encaixa nesse papel. A centralidade do dólar no sistema financeiro internacional é garantida e tem sua manutenção exercida pela profundidade e desenvolvimento do setor financeiro norte-americano (GOWAN, 2003). É com base nessa interpretação que se sustenta a nossa hipótese de que as transformações desse sistema são contrárias à interação existente entre as quatro estruturas de poder dos EUA, pois alteram a relação orgânica existente entre o poder internacional norte-americano e a livre-atuação das megainstituições financeiras do país.

A configuração das estruturas permite que os atores presentes dentro dos EUA, e o próprio Estado atuem, conforme a lógica sistêmica de acumulação constante de poder e riqueza que marca o sistema interestatal capitalista, de maneira a constranger as novas iniciativas de afirmação de poder internacional, que visem propositalmente ou acidentalmente corroer as bases do poder estabelecido.

Não se trata apenas de uma questão direta de financiamento e lobby de empresas junto a representantes legislativos no Congresso dos Estados Unidos, mas de toda uma estrutura bastante complexa de poder que é parte fundamental da sustentação da liderança estadunidense tanto na esfera política quanto econômica internacional.

Retomando a discussão sobre o campo científico da RFI, Helleiner e Pagliari (2011) realizam uma revisão sobre algumas das principais interpretações sobre a regulação financeira no campo de EPI, comparando-as pela unidade de análise principal na qual se pautam. Os autores divisam três principais arenas, interestatal, doméstica e transnacional. Destacam a importância de analisar no contexto interestatal a

transformação do poder nas finanças que foi revelada pela crise. Para esses autores, é necessário se reconceitualizar poder na política internacional regulatória para uma percepção mais ampla do que o tamanho do mercado financeiro e do poder como influência:

Those [análises] concentrating on the interstate political arena need to address a power shift in finance reveled by the crisis and to conceptualize power in international regulatory politics more broadly than just in terms of “market size” and “power-as-influence. (HELLEINER & PAGLIARI: 196).

Neste trabalho, concorda-se com os autores e a interpretação aqui delineada procura, de certa maneira, satisfazer essa percepção. Uma análise da relação entre o poder norte-americano e a globalização financeira, em perspectiva histórica, inserido em uma metodologia que contempla o poder estrutural dos EUA, complementada pelo comportamento dos atores dentro de um movimento sistêmico, nos permitirá uma contribuição pertinente ao campo de RFI, através da consideração dos constrangimentos estruturais aos quais estão sujeitas as iniciativas do pós-crise de regulação, bem como do significado das mudanças observadas.

No próximo item objetiva-se abordar os acontecimentos históricos que produzem a globalização financeira, partindo da crise dos anos 1970 e ensejando a análise da seção final desse capítulo acerca da arquitetura financeira internacional atual e a expansão do SMFI.

1.2 A crise dos 1970: desafios políticos, decisões para a globalização e reestruturação do SMFI

Em seu artigo de revisão sobre trabalhos acerca do renascimento das finanças, Cohen (1996: 273-279) destacou que existia pouco consenso na literatura em relação às causas da globalização financeira. No campo da Economia Política Internacional destacou três principais paradigmas que dominavam a discussão, cada um focado em um nível de análise: o nível sistêmico ou estrutural; o nível doméstico; e o nível cognitivo. Em se tratando do fenômeno da globalização financeira, quatro hipóteses de investigação que se relacionam a um ou mais dos três níveis de análise são divisadas pelo autor.

A primeira delas, chamada de “modelo liberal” tem como raiz a economia neoclássica padrão e preconiza a importância dos impactos da competição e da inovação para explicar o fenômeno mencionado. Ainda leva em consideração os avanços tecnológicos na comunicação e na tecnologia da informação, que transformaram as barreiras institucionais e legais à integração dos mercados e à livre circulação de capitais.

A segunda delas, chamada de “modelo realista”, como o próprio nome já faz imaginar, se pauta na importância da competição entre os Estados que buscam através do cálculo estratégico maximizar suas capacidades e influências para promover seus interesses.

A terceira hipótese congrega a relevância dos atores e instituições domésticas para explicar os fenômenos internacionais, e é chamada pelo autor de “modelo pluralista”. A quarta e última, chamada de “modelo cognitivo”, se preocupa com o papel desempenhado por sistemas de crença e comunidades epistêmicas como catalisadoras da mudança.

Sem a pretensão de esgotar este complexo fenômeno, ou oferecer uma interpretação definitiva, entende-se que é fundamental integrar os níveis de análise e buscar o diálogo entre as hipóteses pela possibilidade de oferecer uma melhor compreensão de um complexo processo, e que, como mencionado, entende-se possuir relação direta com o fenômeno objeto deste trabalho.

Nesse sentido, o objetivo deste item é analisar o processo histórico que produz a globalização financeira. Conforme exposto na seção anterior, norteia-se a interpretação pelo conceito de Poder Estrutural alicerçado sobre a noção de movimento sistêmico de

acumulação de poder e riqueza perpetrado pelos Estados/economias nacionais no sistema interestatal capitalista.

Com efeito, as interpretações liberais mencionadas por Cohen (1996) se pautam pela explicação mercadológica e tecnológica, deixando de lado um aspecto fundamental da realidade internacional: a política. Assumem que uma transformação do porte da globalização teria ocorrido paralelamente, ou ainda, a despeito, das realizações políticas de uma arena extremamente politizada que é a arena interestatal. O papel da autoridade do Estado é imprescindível na análise desta arena.

A ressurreição das finanças globais foi um fenômeno relacionado aos interesses estratégicos dos principais Estados (HELLEINER, 1994). Isso não quer dizer, porém, que deve-se deixar de lado as forças de mercado e os desenvolvimentos surgidos na esfera financeira que influenciaram as autoridades a permitir liberdade aos operadores do mercado, a não restringir os fluxos internacionais de capital e a atuar de maneira a conter ou remediar as crises financeiras surgidas.

Cabe ressaltar, ainda, a relevância do ambiente doméstico dos Estados Unidos e do componente ideacional na mesma, que permitem complementar a análise das esferas econômica e política internacional para a compreensão das decisões que estão no início da globalização. Dessa maneira, a análise sobre os processos que produzem a globalização financeira procurará integrar as diferentes hipóteses expostas por Cohen (1996), contemplando a afirmação do poder norte-americano a partir da década de 1970.

Nesse sentido, se parte de uma breve retomada histórica sobre os arranjos de Bretton Woods e a hegemonia norte-americana (1945-1973). Em seguida, se analisa a crise dos 1970, com foco a três contextos que se assume terem influenciado as decisões que produzem o processo de transformação do sistema monetário e a desregulação do mercado financeiro internacional e que terão como uma de suas variadas resultantes o surgimento da regulação financeira internacional.

Estes contextos são:

- a.) a esfera da política internacional, com desafios como a Guerra do Vietnã, o período da *détente* no conflito da Guerra Fria, e a posterior retomada na administração Reagan;

- b.) o ambiente doméstico dos Estados Unidos e a percepção de crise formada no mesmo;
- c.) a esfera econômica internacional, marcada pelo surgimento do Euromercado, pela rivalidade intercapitalista, e pelo questionamento inicial e posterior centralização do dólar.

A integração desses níveis de análise e das circunstâncias observadas nos mesmos é o que permite compreender a natureza das transformações no movimento de afirmação de poder dos EUA ao longo dos anos 1970, 1980 e 1990, e a conseqüente reconfiguração nas estruturas de poder ao longo do mesmo período.

Dessa maneira, a hipótese para compreender a ruptura do Padrão dólar ouro e o comportamento político internacional dos EUA ao longo dos anos 1970 e 1980, com relação ao sistema monetário e financeiro internacional, é a de que as autoridades norte-americanas responderam ao contexto geral da crise dos 1970, afirmando unilateralmente sua posição a partir dos recursos de poder disponíveis.

Essa afirmação leva à desestruturação da hegemonia³¹, e inicia um período de reorganização sistêmica que culminará na globalização financeira. Esse processo não representa, contudo, a perda da liderança internacional e do poder do país, pois sua principal característica é a ampliação constante do Poder Estrutural estadunidense (Strange 1987; 1994).

A definitiva centralização do dólar como moeda internacional, conquistada na década de 1980, e a formação de uma arquitetura financeira internacional baseada na hipertrofia do sistema financeiro internacional, tendo Wall Street como seu eixo fundamental, são as principais características estruturais para a solução dos desafios políticos e econômicos enfrentados pelos EUA ao longo do período citado. (Tavares, 1985; 1997)

Em linha com a exposição conceitual realizada, se desenvolve essa análise através da revisão de trabalhos que permitem compreender a dimensão dos objetivos políticos

31 Segundo Fiori (2005a: 91), o hegemom em sua busca incessante pela acumulação e projeção de poder, desestabiliza o próprio alicerce da hegemonia: "A hegemonia mundial não interrompe o expansionismo, nem apazigua o hegemom, pelo contrário, é uma posição transitória que deve ser conquistada e mantida pela luta constante por mais poder, e neste sentido ela é autodestrutiva, porque o próprio hegemom quer se desfazer de suas limitações para alcançar a conquista completa do poder global."

dos EUA e o movimento de articulação da riqueza em função do acúmulo de mais poder no bojo do funcionamento do sistema interestatal capitalista.

Como já anteriormente mencionado, entende-se que é necessário analisar o fenômeno da RFI a partir de um viés estrutural, percebendo a relação que existe entre o sistema monetário financeiro internacional e o poder dos EUA. É nesse sentido que, no capítulo final, tentaremos abordar a crise financeira de 2007/2008 e seus desdobramentos regulatórios, até aqui marcados pela manutenção do *status quo*.

1.2.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS: BRETTON WOODS E A HEGEMONIA DOS EUA.

Só se pode entender a natureza dos arranjos de Bretton Woods e a institucionalidade internacional criada no pós-Guerra a partir das experiências do entreguerras. Há relativo consenso na literatura acerca da importância dos acontecimentos nesse período para o surgimento de uma ordenação do sistema interestatal capitalista pautada no controle das finanças, na construção de instituições internacionais para estabilização econômica, na promoção do desenvolvimento econômico dos “aliados” e na formação de um discurso universalista de defesa dos povos livres.

Não é permitido, por uma condição de objetividade e foco, analisar o período entreguerras e suas “heranças” sobre a construção da ordem internacional pós-1945. A título de facilitar a compreensão do significado da “crise dos 1970” e dos eventos históricos que se descortinam a partir da mesma, cabe, contudo, ressaltar a posição dos EUA e as principais características do período que entendemos como o da hegemonia norte-americana.

De acordo com Pecequillo (2003), o fim da Segunda Guerra Mundial, e a clara noção da superioridade da condição dos Estados Unidos frente à destruição europeia, criaram um contexto de expectativa com respeito ao futuro das relações internacionais. Havia incerteza em relação à política que seria adotada pelos Estados Unidos no pós-1945, levando em conta sua posição política inquestionável como principal potência do globo. Assumiriam uma postura engajada nas relações internacionais ou voltariam a seus valores de unilateralismo e isolacionismo?

A despeito das tradições do padrão histórico apontarem para um provável unilateralismo, especialmente se pensarmos nas atitudes pós Primeira Guerra, a realidade internacional que emergiu em 1945 configurava-se como única. Conservava-se o fato de que os Estados Unidos eram, assim como em 1920, a nação com maior poder econômico, político e militar. Existindo, também, demandas por reordenação do sistema interestatal. (ARRIGHI, 1994)

Contudo, segundo aponta Pecequillo (2003: 124), existiam diferenças em relação ao período pós-Primeira Guerra. A economia norte-americana se desenvolveu muito em termos de produção, comércio e liquidez, ao passo que seus concorrentes internacionais haviam declinado consideravelmente. Concomitantemente, o conflito deixou sequelas profundas nos antigos poderes da Europa. A destruição impedia que países como Inglaterra, França e Alemanha assumissem uma rápida recomposição econômica, militar e política, propiciando um vácuo de poder no continente.

Ademais, haviam as lições do entreguerras, que como ressalta Fiori (1997: 102), trouxeram a convergência dos países vitoriosos em torno de um denominador comum: evitar as disputas econômicas e políticas ocasionadas pelo funcionamento sem restrições do capitalismo³².

Paralelamente, conforme destaca Hobsbawm (2006: 228), havia a preocupação nos Estados Unidos perante a posição privilegiada da URSS no pós-guerra, fortalecida em trechos estratégicos da Europa e em outros do mundo sobre os quais pairavam um futuro político incerto. Tais circunstâncias trouxeram aos EUA novos desafios e perspectivas gerando um novo caráter de comportamento internacional:

Os desafios do cenário podem ser assim resumidos: como reformular a política externa e a estratégia dos Estados Unidos em resposta aos desenvolvimentos da Segunda Guerra Mundial, atuando positivamente a promoção de uma nova ordem no sistema que refletisse com fidelidade a realidade de poder da época e, mais importante, que favorecesse a perseguição e a ampliação dos interesses norte-americanos dentro do sistema internacional. (Pecequillo, 2003: 125)

A precariedade da ordenação do sistema, e a preocupação com a posição soviética foram as principais representações de ameaça aos interesses estadunidenses, constituindo

³² "Foi por este caminho aberto pela guerra e pela destruição de uma parte da elite fascista europeia que foi possível consolidar o consenso em torno aos objetivos do pleno emprego, do crescimento e da equidade, soldado por uma solidariedade social nascida da guerra, da destruição e da resistência." (Fiori, 1997: 103).

o núcleo motivacional da Política Externa internacionalista que o país veio a adotar. Diante desse contexto, a Política Externa norte-americana no pós-guerra se apoiou sobre dois valores fundamentais: a construção da ordem (1945) e a contenção (1947). Ambos os princípios orientadores de um longo período da política internacional do país, foram concebidos em momentos distintos, porém, ao longo do tempo caminharam paralelos e complementares.

Com efeito, a Doutrina Truman, anunciada em 1947, pelo então presidente Harry Truman (Dem. 1949-1953), continha como sua pedra angular a estratégia da Contenção do inimigo soviético, identificado como uma estrutura Estatal fechada, autoritária, atrasada e opressora. Esta identificação, inspirada em artigo publicado em 1947, por Sr. X (George Kennan³³), intitulado: “*The sources of Soviet Conduct*”, pressupunha que a União Soviética fatalmente entraria em colapso. Porém, até lá, era dever dos Estados Unidos assumirem a responsabilidade, diante de seu poder e da tradição de sua sociedade, liderando esforços mundiais pela garantia da liberdade aos povos e nações de todo o mundo. Através de pressões militares e ações políticas, os EUA deveriam defender os povos e regimes livres da expansão soviética.

Em face da destruição ocasionada pela guerra, esta orientação, apesar de discursivamente pretender defender os povos livres, esteve estrategicamente focada na Europa Ocidental como área mais sensível ao possível avanço ideológico e político soviético. É nesse sentido, que, segundo Pecequillo (2003: 148), a construção da ordem se entrelaça decisivamente aos objetivos estratégicos:

(...) havia uma ligação direta entre a estratégia de construção da ordem e a contenção, fazendo com que suas prioridades fossem complementares (na verdade, a construção da ordem passou a ser uma das estratégias da contenção). O discurso de defesa da liberdade e dos povos livres respondia às necessidades do experimento norte-americano e de suas justificativas ideológicas, assim como a liderança global era uma expressão do unilateralismo, naquele momento uma estratégia internacionalista, combinada com os arranjos multilaterais.

Na esfera econômica, a construção da ordem se deu dentro da organização do sistema provida pelos acordos de Bretton Woods (1944), nos quais se estabeleceu o arcabouço monetário e financeiro necessário à recuperação econômica e social das nações destruídas pela guerra. Com efeito, segundo Gilpin (2002), o sistema de Bretton Woods

³³ Membro do corpo diplomático norte-americano especializado em estudos sobre a Rússia e a URSS.

visava solucionar basicamente um problema contraditório: permitir autonomia econômica nacional sem, porém, prejudicar a estabilidade internacional – como havia ocorrido na década de 1930, com as desvalorizações cambiais competitivas. Seu objetivo era permitir o florescimento pacífico e cooperativo do desenvolvimento econômico, ponto que seria aproveitado diante dos princípios orientadores da política estadunidense.

Para tanto, o sistema se pautou no dólar como moeda internacional, lastreado pelo ouro a um valor fixo, permitindo que as demais moedas nacionais se estabelecessem também em câmbio fixo³⁴. Havia, ainda, mais um alicerce do sistema que eram os controles sobre os fluxos internacionais de capitais. Oriundos das famosas discussões entre Harry Dexter White e John Maynard Keynes³⁵, a instauração de controles sobre os fluxos financeiros permitia a estabilidade financeira indispensável para a existência do regime de câmbio fixo. O sistema ainda possuía, como complemento e feição institucional, o Fundo Monetário Internacional (FMI), e o Grupo Banco Mundial (GBM). Estas instituições seriam responsáveis por oferecer liquidez às nações, dirimir conflitos e solucionar eventuais dificuldades nos balanços de pagamentos.

Com a estabilidade fornecida por essa configuração sistêmica, os países puderam perseguir uma macroeconomia keynesiana de investimentos produtivos sem criar problemas à estabilidade monetária internacional através de seu balanço de pagamentos. Era o chamado *embedded liberalism*. Ainda de acordo com Gilpin, (2002:154): “Os que apoiavam o sistema de Bretton Woods acreditavam que o Estado e o mercado tinham sido amalgamados exitosamente.”

Paralelamente, os EUA iniciaram um amplo esforço internacional de institucionalização de uma série de negociações de livre-comércio. Complementando de forma estratégica a construção da ordem, o liberalismo comercial permitiu ao longo das décadas seguintes o acesso das economias nacionais aliadas, ao mercado de consumo em massa dos EUA, sendo, inclusive, praticadas discriminações tarifárias assimétricas³⁶.

³⁴ Marchetto, (2013: 29), ressalta que os acordos de Bretton Woods apenas formalizaram o papel que já vinha sendo progressivamente assumido pelo dólar desde a Primeira Guerra. Desempenhando internacionalmente, como principal moeda, as funções de meio de troca, unidade de conta e principalmente reserva de valor. O autor ressalta o significativo crescimento do setor financeiro dos EUA e a posição comercial assimétrica que levou grande parte do ouro internacional aos cofres norte-americanos, como aspectos relevantes da internacionalização do dólar nesse período.

³⁵ Ambos representantes de seus países nas reuniões de Bretton Woods. Harry White era americano e John Keynes britânico.

³⁶ As Rodadas do GATT (*General Agreement on Tariffs and Trade*) são lançadas em 1947 (Genebra). Segundo Destler (1995: 4-12) o pós-guerra é marcado pela lição na opinião doméstica dos Estados Unidos

Outro complemento à essa estratégia econômica seria o Plano Marshall, que cumpriu o objetivo de oferecer liquidez inicial (e indispensável) ao processo de retomada econômica europeia. Mais um movimento inserido na visão estratégica³⁷ da política externa dos EUA e na barganha ideológica doméstica, tendo sido uma resposta ao golpe comunista de 1948 na Tchecoslováquia. Moffit (1984: 26) corrobora com essa análise:

O que salvou a insegura recuperação do pós-guerra não foram os acordos de Bretton Woods, mas a Guerra Fria - a qual resultou no Plano Marshall. Em 1945 teria sido inconcebível a aprovação do Congresso de uma grande dotação para financiar a reconstrução da Europa. No entanto, esse quadro se alterou com o desenvolvimento das tensões soviético-americanas. (Moffit, 1984: 26).

Os EUA, portanto, assumiram um papel de liderança³⁸ da economia internacional. Forneceram liquidez primeiro com o Plano Marshall, depois com o FMI, tendo o Fed passado a ser a base do sistema monetário internacional, criando uma associação fundamental entre a balança de pagamentos estadunidense e a liquidez internacional. Enquanto houve crescimento econômico, confiança na conversibilidade do dólar, e na economia estadunidense, o sistema se sustentou, fornecendo as condições necessárias para a “Era de Ouro” do capitalismo:

A economia mundial, portanto, crescia a uma taxa explosiva. Na década de 1960 era claro que jamais existira algo assim. A produção mundial de manufaturas quadruplicou entre o início da década de 1950 e o início da década de 1970, e, o que é ainda mais impressionante, o comércio mundial de produtos manufaturados aumentou dez vezes (Hobsbawm, 2006: 257).

(...) enquanto o governo norte-americano exerceu um controle efetivo sobre a liquidez mundial – como fez durante a década de 1950 e a maior parte da seguinte -, ele pôde usar esse controle para promover e sustentar uma expansão generalizada do comércio mundial, que tem poucos precedentes na história capitalista. (Arrighi, 1994: 72)

acerca dos efeitos negativos causados pelo protecionismo dos anos 1930 na esfera da segurança internacional, durante o período entreguerras. Somando-se a esse fator, a urgência da Guerra Fria e a ameaça comunista, a prosperidade e predominância da economia norte-americana, criou-se um contexto favorável ao liberalismo e à manutenção do mesmo, com continuidade política entre diferentes administrações.

³⁷ “Uma lógica bem clara o [Plano Marshall] orientava: ajuda para impedir o aprofundamento das crises europeias, levando à sua superação, evitando criar condições propícias para o desenvolvimento de visões que explorassem o declínio e a miséria existentes, como fora o caso na Grande Depressão em 1929. (PECEQUILLO, 2003:150).

³⁸ “A estratégia inicial continha um projeto “imperial benevolente” e se propunha difundir mundialmente o New Deal norte-americano. A estratégia induzida pela ruptura da Aliança de Guerra, não apenas globalizou a competição com a União Soviética, como induziu os Estados Unidos ao exercício temporário de uma verdadeira liderança hegemônica do mundo capitalista.” (Fiori, 1997: 105)

Este é o contexto histórico que marca o período no qual se observou convergência dos objetivos de projeção do poder do Estado com capacidade para oferecer os arranjos hegemônicos de segurança, produção, finanças e conhecimento com os objetivos de acúmulo de poder e riqueza das demais principais potências capitalistas. O intervalo entre 1945 – 1973 é o que Fiori (2005b: 70) reconhece como o da hegemonia³⁹ dos Estados Unidos, dentro da qual foi possível a formação de sólidas e coesas iniciativas de governança, como a promoção do livre comércio internacional.

Cabe ressaltar que essa questão da construção de um “regime” de livre-comércio está inserida diretamente em um movimento de acumulação de poder e riqueza desenvolvido pelas autoridades norte-americanas. Uma excepcionalidade que não encontra paralelo nos esforços de regulação financeira internacional que se iniciarão na década de 1980, como será observado adiante.

Dessa maneira, conforme procurou-se demonstrar, foram assumidos rápidos esforços para a reordenação do sistema interestatal capitalista no pós-guerra. A configuração gerada nas estruturas de poder se pautou na convergência entre os interesses do poder preponderante, os EUA, e seus aliados mais significativos, resultando em um arranjo que permitiu o alcance e expansão dos interesses do país, ao mesmo tempo em que proporcionou a recuperação econômica capitalista.

1.2.2 A CRISE DOS 1970 E OS FUNDAMENTOS DA GLOBALIZAÇÃO

Como abordado previamente, a década de 1970 representa uma inflexão no funcionamento do sistema interestatal capitalista oriundo de Bretton Woods. Representou o colapso de seu funcionamento, tendo incentivado a formação de diversas interpretações que associavam a crise ao declínio do poder norte-americano.

No plano político internacional havia o desgaste oriundo da Guerra do Vietnã e da ascensão soviética representada pela *détente*. Paralelamente, as economias dos países avançados enfrentavam, pela primeira vez no pós-guerra, crise com inflação, desemprego e estagnação econômica. Vieram os choques do petróleo, agravando a esfera geopolítica

³⁹ Neste trabalho, portanto, o conceito de hegemonia adotado é retirado das reflexões presentes em Fiori (2005a; 2005b; 2005c). Compreende-se a mesma como um período excepcional na história do sistema interestatal capitalista em que há convergência entre os movimentos sistêmicos de acumulação de poder e riqueza assumidos pelas principais potências do globo, sendo uma delas a líder e oferecedora de um “caminho estratégico” que permite a expansão conjunta de seus poderes e economias nacionais.

e aprofundando as dificuldades econômicas. Houve ainda a contestação da primazia do dólar como moeda internacional. Segundo Metri (2015b: 1): “Não surpreende que tenham havido propostas de substituição do dólar como moeda de referência internacional. O que instiga, ao contrário, é o fato de o dólar ter logrado se preservar como tal, a despeito do que adverte os cânones da “boa gestão” monetária.”

A crise dos 1970 é de grande importância para se compreender as decisões e posturas assumidas pela administração Nixon (Rep. 1969-1974) que estão no início da globalização financeira. Fiori (2005b: 90), contudo, ressalta que não se pode assumir a crise do dólar e a derrota dos EUA no Vietnã como pontos de partida para uma ruptura tão profunda na organização econômica e na disposição das forças políticas internacionais, sem compreender as origens da crise monetária e da escalada americana no sudeste asiático.

Conforme já mencionado, a análise desse fenômeno se pautará sobre observações realizadas em três esferas: a política internacional, o ambiente doméstico e a economia internacional. Os acontecimentos que serão destacados ocorreram simultaneamente, porém, a segmentação da explicação tem o intuito de facilitar a exposição das transformações sobre as estruturas de poder e sua interação.

Nesse sentido, a corrosão dos alicerces estruturais do sistema de Bretton Woods esteve associada:

a) à contestação política internacional da liderança dos Estados Unidos impulsionados principalmente pelo fracasso na Guerra do Vietnã (1955-1975) e pela ascensão da União Soviética;

b) à desarticulação, no plano doméstico, do arranjo político ideológico que sustentava o desenvolvimento keynesiano;

c) ao surgimento do Euromercado, um espaço de valorização excepcional do capital, e, ao mesmo tempo, um vetor de desestabilização dos controles de capital do sistema de Bretton Woods.

Por conta dessas mudanças que surgiram nas estruturas de poder consolidadas pela hegemonia norte-americana, criou-se uma situação sistêmica de desordem e contestação dos arranjos que proporcionaram o período dos anos gloriosos. Em função desse cenário, e sob a percepção de crise de sua liderança, os EUA assumem um comportamento de

ruptura com a ordenação consolidada (e contestada) através da afirmação unilateral de seus interesses.

Ao longo dos anos 1970 e início dos 1980, portanto, os EUA assumirão decisões e “não-decisões” (STRANGE, 1998), que permitirão o desenvolvimento de um mercado financeiro globalizado pautado na livre operação e desregulamentação. Cabe destacar que esse processo como um todo propicia a reafirmação estrutural do poder norte-americano.

A globalização financeira é entendida nesse trabalho, portanto, como uma expressão da reorganização do poder norte-americano, tendo se estruturado principalmente sobre a capacidade militar e financeira administrada a partir de Washington. Apesar de não se entender, neste trabalho, que há uma retomada *hegemônica*⁴⁰ por conta das escolhas teóricas expostas, Tavares e Melin (1997: 57), oferecem a tônica da interpretação:

Nesse sentido, a concentração de poder político e financeiro existente no mundo contemporâneo não é o resultado espontâneo do aumento da competição e da eficiência dos “mercados globalizados”, mas de uma política deliberada de retomada da hegemonia mundial, a partir da década de setenta, quando a potência norte-americana parecia entrar em decadência.

Com efeito, na esfera política internacional, o final da década de 1960 e início de 1970 é caracterizado pelo desgaste da posição de poder dos Estados Unidos. Sua liderança era contestada pelos fracassos da política externa, pela ascensão relativa da URSS e também pela aparente relativização de sua superioridade econômica dada a ascensão de novos competidores como Japão e Alemanha.

Dentre as dificuldades de política externa, a escalada na Guerra do Vietnã (1955-1975) se destacava como um dos principais componentes do cenário de crise. Segundo Fiori (1997: 111-112), foi na Indochina que os norte-americanos enfrentaram a erosão mais profunda da legitimidade de sua liderança.

O envolvimento no Vietnã tem origens na importância geopolítica do Sudeste Asiático para a estratégia de contenção soviética. Segundo Fiori (2005b: 90-91), os

⁴⁰ Conforme procuramos salientar, entendemos que a hegemonia pressupõe a convergência entre os interesses dos EUA e de seus concorrentes no movimento sistêmico desses Estados pelo acúmulo de mais poder e riqueza. Assim, com o fim de Bretton Woods e a transformação da configuração das estruturas internacionais, há um desalinhamento nessa convergência, manifesta pela contestação dos “aliados” aos privilégios oriundos da posição internacional do dólar, e, também, pelo incentivo a um sistema monetário internacional estável e de menor assimetria.

americanos não aceitariam perder influência geopolítica na região por conta da presença da China comunista e dos soviéticos.

Previamente, a década de 1960 havia sido palco de uma escalada do conflito bipolar na esteira da percepção que se fortaleceu nesse período sobre o declínio do poder norte-americano no plano militar estratégico e da percepção da impossibilidade do conflito direto com a URSS, oriunda da crise dos mísseis de Cuba em 1962. De acordo com a visão que se fortaleceu dentro do país, havia uma contestação do poder dos EUA, que, para se reafirmarem, necessitavam ampliar sua influência e presença na periferia do sistema. (PECEQUILO, 2003: 184)

Nesse sentido, a administração Kennedy (Dem. 1961-1963) escala a participação no conflito, sob a motivação de ajudar os povos que quisessem resistir ao comunismo: “O Vietnã foi escolhido, na época, como terreno ideal para a reafirmação do compromisso dos Estados Unidos nessa disputa, principalmente no Terceiro Mundo, mostrando sua disposição e vontade em ajudar países que desejassem resistir à “atração vermelha.” (PECEQUILO, 2003: 185).

Conforme se arrasta o conflito e seu custo humano e material aumentam significativamente, surgem novas contestações, principalmente domésticas, sobre a relevância dessa intervenção. Fomenta-se, assim, uma renovada percepção de declínio do poder norte-americano por conta da incapacidade de solucionar um conflito que a própria potência havia iniciado. (PECEQUILO, 2003); (VIGEVANI ET AL, 2005).

Em consequência do cenário geopolítico mencionado, surgirá uma nova fase da Política Externa dos EUA: a *détente* (1969-1979)⁴¹. Este novo momento da estratégia da Contenção tinha como substrato a interpretação de que os EUA haviam sido alcançados na disputa estratégica. A União Soviética emergia como um poder global, tendo alcançado os EUA na corrida militar, mantendo investimentos nas disputas periféricas, acentuando movimentos revolucionários e reafirmando o domínio sobre sua área direta de influência com a Doutrina Brejnev de 1969 (PECEQUILO, 2003: 193).

⁴¹ “(...) os Estados Unidos teriam atingido e ultrapassado o ápice de sua hegemonia, passando a exercer, no início dos anos 70, uma posição de liderança que pedia uma revisão de prioridades e comportamentos internacionais (...) Respondendo não somente à decadência da posição relativa, mas também à da própria contenção, os Estados Unidos desenvolveram um novo padrão de comportamento internacional, a estratégia da *détente*.” (PECEQUILO, 2003: 189)

Diante deste contexto de relativização estratégica estadunidense a administração Nixon (Rep. 1969 – 1974) decidiu por uma reorientação de política internacional de cunho realista. Seguindo a visão de seu Secretário de Estado, Henry Kissinger, os EUA passaram a priorizar a realidade de poder frente às escolhas ideológicas. Uma atuação seletiva, visando à maximização do interesse político da nação, em ruptura com a tradição wilsoniana:

Partindo da necessidade de reconhecer as mudanças na estrutura de poder e de uma melhor utilização dos recursos dos Estados Unidos, a política de Kissinger procura imprimir um novo tipo de inserção internacional, mais seletiva e limitada, atenta ao interesse nacional e à sua maximização (...) A *détente* propunha-se, em certo sentido, a ganhar tempo para os Estados Unidos reconquistarem seu poder ante seu rival, não havendo a abdicação da tarefa de derrotá-lo (PECEQUILO, 2003:193).

Apesar de se valer de meios diferentes, a *détente* não rejeitava o conflito bipolar e a estratégia da contenção. Era apenas uma adaptação desta à configuração de poder mundial, propondo-se alternativas estratégicas de orientação realista com vistas a desequilibrar a balança a favor dos Estados Unidos.

Lançaram-se duas estratégias políticas principais: a tripolaridade, com a aproximação da China, tentando flexibilizar as relações diplomáticas com o mundo comunista; e o *policy linkage*, procurando a transformação da relação entre as superpotências, aproximando-se para o diálogo com políticas cooperativas.

Buscando, portanto, responder aos desafios da perda de influência geopolítica sobre o sudeste asiático, o governo Nixon, com participação ativa de Kissinger, se aproximou diplomaticamente da China em função de conquistar margem de manobra perante os soviéticos. Percebia-se que havia uma deterioração na relação entre China e URSS, manifesta pelos crescentes movimentos de autonomia chinesa realizados na década de 1960:

Por outro lado, surgiam novas oportunidades para a diplomacia americana, nas graves rachaduras abertas no que, em toda a Guerra Fria, se considerou o monólito comunista. As revelações de Krushev, em 1956, sobre as brutalidades do regime de Stalin e a invasão soviética da Tchecoslováquia, em 1968, haviam abalado o apelo ideológico do comunismo no restante do mundo. Ainda mais a ruptura entre a China e a União Soviética prejudicou a pretensão de Moscou a líder de um movimento comunista unido. (KISSINGER, 2012 [1994]: 653).

Metri (2015b: 8) expõe como a administração Nixon trabalhou para aproveitar as mudanças na relação entre a China e a URSS em função de flexibilizar o contexto geopolítico internacional de crise no qual se encontravam os EUA. A aproximação foi realizada cautelosamente, com pequenos sinais como a flexibilização de restrições ao comércio, ainda em 1969 e o relaxamento dos controles de capital para facilitar o uso de dólares no comércio com a China.

Até a visita secreta do secretário de Estado Henry Kissinger em 9 de julho de 1971, foram tomadas outras iniciativas, e ao longo desse período os EUA lograram a melhora do contato diplomático com as autoridades soviéticas e também vietnamitas. Ademais, essa aproximação econômica que foi realizada com Moscou e Pequim, também possuiu o significativo resultado de atrair o bloco comunista ao sistema de pagamento em dólares. (METRI, 2015b: 8)

Com a triangulação com a China, os EUA conseguem relativizar a tensão e negociar temas sensíveis da agenda política internacional⁴². Ainda segundo Metri, (2015b: 9), são essas transformações operadas no âmbito da estrutura de segurança que permitem aos Estados Unidos a mudança nos rumos de seu comportamento econômico-estratégico.

A flexibilização do enfrentamento bipolar, através da articulação com a posição chinesa, propicia a liberdade necessária aos EUA para assumir a afirmação unilateral no plano econômico, necessária para contrapor as demandas dos aliados pela reorganização do sistema. Portanto, em 15 de Agosto de 1971, quando Nixon se dirige à nação para expor a decisão de ruptura do padrão dólar-ouro, e também a redefinição do papel das nações aliadas (Europa e Japão) como competidoras econômicas, o faz a partir de uma posição mais segura politicamente:

Portanto, apenas depois de a política externa ter avançado em seus objetivos, promovendo também a inserção efetiva da China e da URSS no território monetário do dólar, o presidente Nixon proferiu seu famoso discurso de 15/08/1971, quando rompeu unilateralmente os compromissos dos acordos de Bretton Woods. (METRI, 2015b: 9)

⁴² “Em 1972, por exemplo, Nixon e Brejnev assinaram em Moscou o acordo SALT (Strategic Arms Limitation Talks) visando regular a produção de armas estratégicas e mísseis intercontinentais, entre outros.” (VIGEVANI et al, 2005:89).

Dessa maneira, o envolvimento norte-americano no Vietnã, surge de uma necessidade de expansão sistêmica do poder dos Estados Unidos em uma região do globo de importância geopolítica, na qual não se admitiria contestação regional. É por conta desse entendimento que Fiori (2005b) afirma que a crise da hegemonia norte-americana parte do próprio comportamento do *hegemon*, que desestabiliza o sistema estruturado em sua gana e movimento constante por mais poder⁴³.

Paralelamente e não isolada aos movimentos observados na esfera da política internacional, há uma mudança significativa na esfera doméstica dos Estados Unidos de contribuição causal sobre a trajetória política que sustentará a globalização financeira. O final da década de 1960 e a década de 1970 também tiveram como características relevantes a crise econômica dentro dos Estados Unidos, com aumento do nível de desemprego e da inflação. (HOBBSAWM, 2006)

Durante as décadas de 1950 e 1960, os salários reais, especialmente nos EUA e Europa, haviam crescido, e, excepcionalmente entre os anos de 1968 e 1973, o haviam feito acima do crescimento da produtividade no trabalho. Esse fenômeno contribuiu para a contração da margem de lucros do capital investido no comércio e na produção. (ARRIGHI, 1994: 315)

Segundo Vigevani et al, (2005: 96), os ganhos salariais, conquistados pelo fortalecimento do movimento sindical nos países avançados, no contexto do Estado de bem-estar social, pressionavam o lucro dos empresários, que, ao repassar seus custos aos preços, produziam inflação. Esses acontecimentos contribuíram para o deslocamento dos investimentos do setor produtivo para o setor financeiro, interrompendo o ciclo virtuoso consagrado no pós-guerra de inovação tecnológica e crescimento industrial.

Por conta dessas circunstâncias, cristalizou-se na esfera doméstica, a noção de decadência econômica. Fomentando-se, nesse sentido, a contestação, por parte de sociedade e empresários, sobre a condução da política econômica internacional baseada nos processos de liberalização comercial e intervenção do Estado na economia.

O diagnóstico apontava a necessidade de recuperação econômica, e a diminuição da subordinação da política econômica aos objetivos estratégicos (Vigevani et al, 2005:

⁴³ "A hegemonia mundial não interrompe o expansionismo, nem apazigua o hegemon, pelo contrário, é uma posição transitória que deve ser conquistada e mantida pela luta constante por mais poder, e neste sentido ela é autodestrutiva, porque o próprio hegemon quer se desfazer de suas limitações para alcançar a conquista completa do poder global." (Fiori, 2005b: 91).

96-100). Nesse sentido, por conta da insatisfação de líderes industriais com a inflação, a compressão dos lucros e o crescimento econômico instável ocorreu uma mudança político-ideológica nos EUA.

Estes líderes passaram a apoiar o pensamento neoliberal que vinha sendo propagado e difundido no pós-guerra. Sobre a transformação da orientação ideológica, acerca da organização e do funcionamento da economia internacional no plano doméstico nas esferas empresarial e política, Helleiner (1994:119) aponta:

At the broadest level, growing inflation and slower growth in the early 1970s had produced increasing disillusionment with Keynesian economic strategies and New Deal regulatory policies. In this more uncertain intellectual climate, neoliberal thinkers such as Milton Friedman vigorously promoted their alternative framework of thought and found a more receptive audience. Think Tanks such as the American Enterprise Institute were also important in raising the profile of neoliberal ideas in this period.

(...) New Deal industrial leaders who had previously been sympathetic to the need for capital controls had become frustrated in the 1960s with the increasing interference of such controls (both U.S. and foreign) on their growing multinational activities. (HELLEINER, 1994: 119).

O rearranjo na coalizão de forças internas será significativo ao longo das décadas de 1970 e 1980 para a postura estadunidense de não cooperação perante as demandas por reconfiguração do sistema monetário e financeiro internacional. A abordagem liberal acerca do papel dos movimentos liberalizados de capital na estratégia de política econômica internacional foi, nesse sentido, um movimento de aliança entre os defensores do neoliberalismo e membros da elite insatisfeitos e preocupados com a manutenção da autonomia do governo diante de desequilíbrios internos e externos crescentes.

Na esfera econômica internacional surge mais um aspecto relevante, de acordo com grande parte da literatura, para a conformação do contexto que irá produzir a transformação sistêmica da globalização financeira. O euromercado aparece como uma opção de valorização dos recursos financeiros, e ao mesmo tempo, provoca instabilidade no sistema de paridades fixas que é a base do sistema de Bretton Woods.

Conforme aponta Helleiner (1994: 84), no ano de 1957, a falta de confiança dos investidores na política econômica inglesa mais rumores de uma provável valorização germânica, produziram uma desestabilizadora fuga de capitais na Inglaterra. Por conta da impopularidade dos instrumentos convencionais (elevação dos juros e cortes de gastos), as autoridades britânicas foram levadas a estabelecer controles de capital unilaterais.

Nesse sentido, ficou proibido o uso dos créditos comerciais em libra para financiar o comércio fora da área da libra, bem como controles para a compra de derivativos em outras moedas por parte de residentes na área da libra.

Ao tentar superar a dificuldade de seus clientes em financiar atividades comerciais fora da área da libra, os operadores financeiros descobriram que poderiam utilizar dólares depositados por não-residentes como fonte para empréstimos em dólar. Ao fazer isso, os bancos londrinos descobriram uma maneira de atuar internacionalmente sem cair na rede de controle de capitais do governo britânico:

Customers whose trade had been financed by sterling acceptance credits continued to demand from London financiers a new mechanism for financing such trade. The London bankers found they could satisfy this demand by offering dollar loans against their dollar deposits of overseas residents. This business proved so attractive that when the restrictions were removed in early 1959, the bankers continued their new Eurodollar activity. By shifting their business to a dollar basis, the London operators had found a way to preserve their international business without being encumbered by British capital controls. (HELLEINER, 1994: 84).

Dessa maneira, surgiu o mercado de Eurodólares. A partir de um movimento de acúmulo de riqueza, uma típica inovação empresarial em função da conquista do lucro excepcional, os banqueiros londrinos reencontraram uma maneira para atuar internacionalmente. Realizaram, portanto, um desejo antigo, já que desde o pós-guerra estiveram esperançosos em retomar a atividade financeira internacional da *city*. Feito considerável em se considerando a rígida estrutura de controles de capital de Bretton Woods.

O surgimento do mercado de eurodólares, contudo, não foi mera ação do mercado. Contou com a conivência do governo britânico, e teve outro incentivo na política de controle de capitais dos Estados Unidos do início da década de 1960. Com dificuldades no Balanço de Pagamentos devido aos empréstimos internacionais dos banqueiros nova-iorquinos, e com a descrença na convertibilidade do dólar em ouro produzindo ataques especulativos, o governo norte-americano decidiu instituir controles de capital para conter o fluxo de dólares rumo ao exterior⁴⁴.

⁴⁴ “After convertibility, there had been a large increase in long-term foreign lending by New York bankers, who had finally achieved the position of lender to the world that they had sought since 1945. But in light of the weakening U.S. external position, Washington policymakers’ considered these loans undesirable

De acordo com Helleiner (1994: 85), banqueiros membros da administração advogaram pelo Imposto de Equalização de Juros, instituído em 1963, paralelamente à liberalização dos mercados de capital do leste europeu. Do ponto de vista desses financistas, os controles sobre o fluxo de capitais nesses países criavam distorções que direcionavam a demanda por crédito aos banqueiros nova-iorquinos, e a taxa para equalizar os juros seria um instrumento de "mercado" para adequar a situação. O governo, a despeito de qualquer posição liberalizante desses membros, expandiu os controles em 1964 e 1965, sobre depósitos bancários e créditos não bancários, e sobre os fluxos voluntários de capital.

Os banqueiros nova-iorquinos, inseridos em um contexto ideológico ainda contrário a seus interesses, mantiveram-se contidos politicamente e, apesar de não desejarem os controles de capital, foram obrigados a aceitá-los. Havia nas administrações Kennedy e Johnson (Dem. 1964 – 1968) uma visão consolidada da importância das políticas keynesianas. Mantinham-se subordinados, portanto, os interesses financistas às prioridades de política econômica e estratégia global do país, conforme exposto acima.

Diante da diminuta possibilidade de transformar os regimes regulatórios em favor de suas atividades, os mesmos banqueiros encontraram alívio, assim como os londrinos, no mercado de eurodólares. Direcionar seus negócios em dólar para o euromercado garantiu o escape dos controles estabelecidos nos Estados Unidos, como aqueles sobre o teto das taxas de juros, e as reservas compulsórias. Além disso, setores do governo favoráveis aos interesses dos bancos, como o Banco Central (Fed)⁴⁵ e o Departamento do Tesouro, encorajaram as instituições a utilizarem o mercado de eurodólares, lançando poucos empecilhos para o estabelecimento de filiais internacionais.

Corroborando essa interpretação, Moffitt (1984) expõe como o euromercado constituiu-se a partir dos controles e regulações criadas pelo governo norte-americano, em um contexto de pequena lucratividade doméstica, tendo motivado os bancos a transferirem seus ativos financeiros e sua liquidez, a um mercado de menor regulação, que não exigia compulsórios e que era menos afeito a taxas de juros e supervisão política.

disequilibrating capital flows that were exacerbating the country's externa payments problems." (HELLEINER, 1994: 85)

45 Fed. Sigla em inglês para Federal Reserve, o Banco Central norte-americano.

O crescimento desse polo financeiro, e o desenvolvimento de um mercado interbancário sofisticado levaram a sua transformação em um grande mercado atacadista de capitais. Local de reciclagem de excedentes e onde empresas e até governos encontraram recursos necessários para seus investimentos. Como aponta o autor:

De origens modestas e inseguras, o euromercado logo se tornou o quartel-general do Sistema Financeiro Mundial. Hoje [1984], o euromercado é um enorme conglomerado de "dinheiro sem pátria" - como coloca a *Business Week* -, reunindo a impressionante soma de US\$ 2 trilhões. (...) transformou-se em um supermercado financeiro aberto 24 horas, provedor de bancos e outros clientes de acesso instantâneo a todas as principais moedas mundiais e a todos os mercados de dinheiro. (...) O euromercado transformou o caráter da atividade bancária. Ao unir mercados financeiros nacionais, ele criou um único mercado mundial de dinheiro, transnacional e virtualmente livre de qualquer ação de governos. (MOFFITT, 1984: 65).

O estabelecimento de tão poderoso vetor de oferta de crédito, livre da regulação de governos, e afeitos às precificações de mercado, não passou sem transformar o ambiente à sua volta. A contundência dos fluxos de capital, cada vez maiores, se chocava com a ordenação da economia internacional, planejada nos acordos de Bretton Woods em uma perspectiva keynesiana.

As economias nacionais, especialmente aquelas que compunham um papel de destaque para os Estados Unidos dentro da estratégia da Contenção, baseavam suas políticas de desenvolvimento econômico na autonomia de política econômica somada à capacidade de atuação do Estado nesse processo. Assim, toda a estrutura internacional e nacional estava construída de maneira a controlar os fluxos financeiros internacionais, subjugando-os aos objetivos de desenvolvimento nacional.

Os países se valiam de controles unilaterais de capital como um meio de resguardar sua autonomia doméstica em matéria de política econômica. Enquanto alguns enfrentavam altos níveis de inflação, e, portanto, perseguiram, de acordo com a cartilha monetarista, altas taxas de juros, uma desregulação do mercado de capitais poderia rapidamente inundar essa economia derrubando as taxas de juros e contribuindo para eventuais surtos inflacionários. Outros países, como França, Itália e países Escandinavos, praticavam políticas afirmativas de desenvolvimento industrial, sendo que normalmente essas estavam baseadas em baixas taxas de juros. A abertura da conta de capital

prejudicaria o intervencionismo estatal na determinação das condições creditícias ideais às referidas estratégias.

Outra maneira de resguardar a autonomia política dos Bancos Centrais dentro de suas fronteiras nacionais foi a organização do que Helleiner (1994) chama de *offsetting financing*⁴⁶. Contrabalancear os fluxos de capital especulativo não era uma tarefa simples, pois como se observou ao longo dos anos 1960, e nas duas décadas seguintes, exigiu ampla coordenação e cooperação dos Bancos Centrais nacionais espalhados pelo mundo. Nesse sentido, como o autor destaca, o BIS ganhou relevância por ter sido um dos primeiros *locus* de reunião de esforços cooperativos, que mais tarde se espalhariam pelo G-10, FMI, OCDE.

Apesar de terem sido eficazes na década de 1960, os instrumentos utilizados para conter os fluxos erráticos e tidos como desestabilizadores da autonomia de política econômica dos Estados, começaram a perder sua competência no início dos anos 1970. Com o avanço do mercado de Eurodólares, e o ganho de força natural dos fluxos de capital lá originados, tanto a cooperação dos países ao redor do *offsetting financing* quanto os controles unilaterais sobre o movimento de capitais, perderam a eficácia. (HELLEINER, 1994).

É interessante se refletir sobre a possibilidade de um mercado de capitais liberalizado, com crescente força especulativa, coexistir com um sistema controlado, baseado no câmbio fixo, e com ampla autonomia para os Bancos Centrais nacionais. O simples surgimento do mercado de eurodólares e a não regulação de sua dinâmica expansiva, para adequá-lo à ordenação sistêmica de Bretton Woods, tornaria muito difícil no médio prazo o funcionamento normal do sistema.

Nesse sentido, as oportunidades políticas de se atingir um alto grau de cooperação não poderiam ser desperdiçadas ou mesmo relativizadas. As posições dos Estados Unidos, nessas discussões, conforme apontam Helleiner (1994), Moffitt (1984), e Gilpin (2002), indicam que os norte-americanos passaram a não mais querer apoiar o ordenamento construído em Bretton Woods.

⁴⁶ "In the informal, clublike atmosphere of the BIS, the representative of the Federal Reserve Board led the effort to organize a series of short-term credits and swaps between the leading central banks of the advanced industrial states to offset speculative movements of capital." (HELLEINER, 1994: 97).

Ao longo da década de 1970 houveram inúmeras tentativas, tomadas principalmente pelos países Europeus e pelo Japão, de aumentar os controles sobre a força dos fluxos de capital, através da cooperação internacional. O crescimento do comércio internacional, dado o aprofundamento dos acordos de liberalização nas rodadas GATT, e das atividades das multinacionais, com o comércio intrafirmas, trouxe, ainda, uma maior dificuldade à capacidade dos Estados de conterem as disfunções em suas estratégias causadas por fluxos não desejados de capital.

O fracasso na cooperação entre os países para estabelecer marcos regulatórios que permitissem a manutenção do sistema, tem necessariamente relação com a postura norte-americana. Ora se omitindo, ora bloqueando alternativas viáveis, os Estados Unidos impediram a reforma do sistema de Bretton Woods em direção a um arranjo econômico internacional solidário e de liderança compartilhada entre as principais potências ocidentais.

Seja pelo interesse em se aproveitar da liberalização para diminuir as prováveis limitações ao exercício de seu orçamento deficitário, seja por uma mudança na configuração ideacional doméstica, com a ascensão de percepções liberais em oposto às ideias do *embedded liberalism*, o fato é que o principal ator internacional não se moveu em direção à contenção dos fluxos "erráticos" de capital.

Esse comportamento tem relação com a percepção estratégica de seus desafios. Conforme identificado, a administração Nixon enfrentou desafios políticos internacionais e domésticos que levam a uma reorientação do comportamento político do país. A ruptura da conversibilidade entre o dólar e o ouro e mais a recusa em cooperar pela administração do sistema monetário internacional são expressões desse unilateralismo.

Com efeito, de acordo com Moffit (1984: 37-38), no governo Nixon se formou a percepção de que os acordos de Bretton Woods haviam se tornado um encargo para os Estados Unidos: "(...) os efeitos dos déficits orçamentários de Nixon e do dinheiro barato do Fed se propagaram pela economia em 1971, o perfil comercial americano deteriorou-se rapidamente enquanto subia a inflação. O desemprego galgou níveis politicamente inaceitáveis."

Em 15 de agosto de 1971, portanto, a administração Nixon transformou as bases da política econômica internacional. Suspendeu a conversibilidade dólar-ouro, fazendo

do dólar a moeda base do sistema monetário internacional. Impôs sobretaxas às importações dos Estados Unidos, obrigando os governos de outros países a alterarem o câmbio em relação ao dólar e instituiu controles sobre salários e preços para combater a inflação interna. Até 1973, o Fed tentou manter a paridade fixa no câmbio, porém os movimentos especulativos impediram esta realização, levando à suspensão completa da estrutura cambial de Bretton Woods.

Assim, seriam desmantelados os mecanismos de cooperação com as nações europeias para intervenção comum e estabilização do mercado de câmbio internacional, artifício que havia permitido as estratégias de desenvolvimento econômico nacional exuberantes, observadas nos últimos 25 anos. O câmbio fixo seria abandonado. Como aponta Helleiner (1994: 103):

Their [controles de capital unilaterais] impotence was demonstrated most dramatically in 1971-73, when West European governments tightened their capital controls in an effort to prevent capital inflows from forcing a revaluation of their currencies and upsetting domestic economic policy. Despite tighter controls, the European countries found it impossible to control speculative flows unilaterally, and by March 1973 they had been forced by market pressures to float their currencies.

Inicia-se, nesse sentido, um processo de transformação estratégica do ordenamento e da afirmação de poder internacional dos Estados Unidos. A ordem hegemônica de grande sucesso econômico, que permitiu o desenvolvimento japonês e europeu, ruiu não por conta do aumento dos custos para sua manutenção (VIGEVANI, ET AL, 2005), mas por um movimento indispensável de reavaliação estratégica do poder estadunidense. Desse modo, com a relativização da rivalidade com o bloco comunista, por conta da triangulação com a China, os Estados Unidos se viram confortáveis para efetuar os ajustes indispensáveis e assumir, se necessário, uma posição de enfrentamento político-econômico frente seus aliados europeus.

Conforme destaca Strange (1994: 107-110), o reflexo mais importante da desestruturação do sistema de Bretton Woods foi político. Não foi um fenômeno ocorrido por fracassos na manutenção do mesmo, mas a decisão deliberada de não realizar todos os difíceis ajustes necessários para se manter em funcionamento um sistema de taxas de câmbio fixas.

Esse processo sofrerá alguns percalços e ainda demorará a amadurecer até o funcionamento do sistema interestatal capitalista em sua configuração atual. No próximo

item serão explorados os principais eventos que permitem a reestruturação do sistema interestatal capitalista, de um ponto de vista majoritariamente econômico.

A partir dessa exposição lograra-se analisar a arquitetura financeira internacional tendo em vista a importância da mesma como elemento relevante ao Poder Estrutural dos Estados Unidos. As demandas de regulação financeira internacional, que surgirão a partir dos anos 1980, devem ser compreendidas dentro desse escopo estrutural.

1.2.3 DÓLAR-FLEXÍVEL E REESTRUTURAÇÃO INTERESTATAL CAPITALISTA

É relevante ressaltar que os desdobramentos do colapso de Bretton Woods não lançaram o sistema interestatal capitalista no rumo inconfundível da liberalização financeira. Conforme destaca Marchetto (2013: 92), a década de 1970 foi um período de transição nos EUA e nos demais países centrais. Nesse sentido, a construção – ou desconstrução – do sistema financeiro liberalizado foi alimentada pelas demandas de valorização do capital, mas contou com o apoio e a anuência política dos EUA:

No entanto, sua continuidade e aprofundamento dependeram, para além dos aspectos tecnológicos e mercadológicos, de decisões concernentes ao campo da política internacional, em que os EUA passaram progressivamente a ter no apoio às tendências de liberalização como uma alternativa para a sustentação do seu predomínio econômico e político no cenário internacional. (MARCHETTO, 2013: 92)

Torres (2014), corrobora com essa visão ao afirmar que há um processo de montagem do sistema monetário e financeiro internacional, que ocorre em meio a instabilidade financeira, inflação, taxas de juros negativas e choques de preços, e conta com a supervisão pragmática das autoridades norte-americanas.

Dessa feita, com a ruptura do padrão dólar-ouro, do sistema de taxas de câmbio fixas e a negativa estadunidense na cooperação para reestabelecer algum tipo de controle sobre os fluxos de capitais oriundos do euromercado, a economia internacional experimentou um período de instabilidade nos mecanismos monetários de ajuste.

Os choques do petróleo incorporam esse cenário e potencializam a hipertrofia do sistema interbancário, já que a reciclagem dos petrodólares é realizada via euromercado⁴⁷. Nesse sentido, os fluxos financeiros ganham volume e escapam ao controle dos principais bancos e empresas do mundo. No meio de todas essas dinâmicas, segundo Tavares (1997), ao final dos anos 1970 se observa constante constrangimento ao papel do dólar e fortalecimento do marco e do iene como moedas de reserva internacional.

Em virtude do ambiente instável, conforme já mencionado, cresce a demanda por ordenação formal do sistema monetário internacional. O FMI se torna o *locus* principal de reuniões para coordenação macroeconômica, em favor da estabilidade dos mercados. De início, a posição dos países europeus se materializou em acordos para buscar diminuir a intempestividade dos ajustes cambiais e monetários dentro do continente, junto à busca por acordos globais para criação de moeda internacional a partir do FMI.

Tais movimentos ocorrem no sentido de contestar os privilégios norte-americanos sobre a economia internacional por conta da posição excepcional do dólar. Essa procura política dos países capitalistas em relativizar as vantagens da economia e do poder estadunidense, contudo, terminam por produzir um novo movimento de afirmação unilateral na política internacional. Dessa vez ainda mais contundente do que aqueles realizados no início dos anos 1970.

Para os efeitos de análise do objeto de regulação financeira internacional, é relevante ressaltar a centralização do dólar como moeda internacional, operada a partir do final da década de 1970 e ao longo da de 1980 através do que se convencionou chamar “diplomacia do dólar forte”⁴⁸. A centralização do dólar e de Wall Street na economia internacional são duas importantes fontes do poder norte-americano. Em relação ao objeto, guardam influência estrutural, pois são componentes indispensáveis para a hipertrofia do sistema financeiro norte-americano e a dinâmica de funcionamento desregulada que se expande internacionalmente.

⁴⁷ Para uma análise dos determinantes políticos-diplomáticos da reciclagem serem realizadas no euromercado e sua importância na confirmação do dólar como moeda internacional, vide Metri (2015b).

⁴⁸ Não é o intuito realizar uma discussão ou análise sobre quais foram especificamente os determinantes para a centralização do dólar como moeda internacional. Nos são mais importantes o destaque conceitual já realizado e os efeitos dessa estruturação para a interação entre as quatro estruturas do poder norte-americano. A prática de altas taxas de juros é assumida por grande parte da literatura como causa principal dessa centralização. Para exemplos, vide Gowan (2003); Prates (2005); Tavares (1997); Tavares & Melin (1997); Torres (2014).

Sem embargo, a diplomacia do dólar forte se iniciou em 1979, e consistiu na ruptura das negociações no Fundo Monetário Internacional (FMI) em torno de um novo arranjo monetário internacional por parte do então Presidente do Fed Paul Volcker⁴⁹. De acordo com Tavares (1997), Volcker anunciou que os Estados Unidos não concordariam com a manutenção do dólar em uma posição desvalorizada, e, dessa maneira, tomou medidas específicas, de caráter unilateral, em função de valorizar o dólar no mercado internacional de câmbio, diminuindo as especulações contra seu valor e contendo o surto inflacionário doméstico.

Essa elevação súbita nos juros básicos do sistema financeiro norte-americano, conhecida como “choque Volcker”, trouxe dificuldades a algumas empresas e bancos do país, e prejudicou a economia internacional por direcionar subitamente a liquidez mundial para as altas taxas de juros dos títulos da dívida pública do governo estadunidense⁵⁰. Teve, também, o efeito de influenciar o processo de desintermediação bancária, como será analisado na próxima seção.

Gowan (2003:75) ressalta que o choque dos juros foi complementado por outras iniciativas. Para conseguir controlar a inflação, sem, porém, operar com uma taxa de juros interna muito elevada, o governo Reagan buscou na desregulação dos controles de capital de outras economias nacionais, criar um fluxo de dólares maciço o suficiente para operar com juros não tão elevados e ainda assim controlar a inflação:

Dessa forma, manter o dólar muito alto poderia provocar taxas de juros internas extremamente altas, a não ser que o governo dos Estados Unidos pudesse atrair fluxos muito grandes de recursos para os mercados financeiros americanos. Para alcançar tais fluxos, iniciou-se uma campanha para se livrar dos controles de capital em outros países da OCDE, principalmente o Japão e a Europa Ocidental. Assim começou uma longa campanha para desmontar os controles de capital. (GOWAN, 2003: 75).

Ainda de acordo com Gowan (2003: 75), a primeira decisão do governo Thatcher⁵¹, em 1979, foi a de acabar com os controles britânicos sobre movimentações financeiras. A Holanda em 1981 e a Alemanha em 1982, com Helmut Kohl⁵², acompanharam o movimento. Em 1984 o governo francês propôs o Mercado Único

⁴⁹ Paul Volcker foi Presidente do Federal Reserve no período de agosto de 1979 a Agosto de 1987.

⁵⁰ Cabe ressaltar que as crises das dívidas dos países periféricos ocorridas nos anos 1980 estiveram relacionadas ao súbito encarecimento do preço do crédito que havia sido contratado para financiar os projetos de desenvolvimento nacional.

⁵¹ Margaret Thatcher, Primeira-ministra britânica no período de maio, 1979 – novembro, 1990.

⁵² Helmut Kohl, Chanceler alemão no período de outubro, 1982 – Outubro, 1988.

Europeu, cujo intuito era remover os controles de capitais na Europa ocidental. Em 1988 a Dinamarca liberalizou e a Itália iniciou liberalização gradual, seguidas da França, no ano seguinte. O governo dos Estados Unidos ainda pressionou as autoridades japonesas para que fizessem o mesmo, e obteve algum sucesso.

A elevação dos juros, mais a remoção dos controles, segundo Tavares (1997), fez com que o excedente internacional de capital se direcionasse a cobrir o déficit do balanço de pagamentos dos EUA, em função da alta e segura rentabilidade garantida pelos títulos da dívida pública. Ademais, o sistema se polarizou ao redor das taxas de juros dos Estados Unidos, controladas pelo Fed, na medida em que os títulos da dívida pública estadunidense se tornaram os mais líquidos e seguros ativos das finanças globais (SERRANO, 2002). Um movimento que também fortalece o sistema financeiro de Wall-Street:

As flutuações da taxa de juros e de câmbio ficaram novamente amarradas ao dólar, e através delas o movimento da liquidez internacional foi posta a serviço da política fiscal americana. A partir do início dos 80, todos os grandes bancos internacionais estão em Nova Iorque, não apenas sob a *umbrella* do FED, mas também financiando obrigatoriamente – porque não há outra alternativa – o déficit fiscal americano. (TAVARES, 1997:34)

Ao se direcionar à economia norte-americana, os fluxos financeiros fortalecem o dólar e diminuem a especulação em cima do mesmo, permitindo maior estabilidade monetária internacional, favorecendo as economias que exportam para o mercado estadunidense, em especial aquelas que praticam uma política cambial específica para tanto. Também fortalecem o desenvolvimento do mercado financeiro de Wall Street, um dos pilares da posição do dólar na hierarquia internacional de moedas.

Já os países do resto do mundo sofrem com a centralização do dólar na economia internacional, pois perdem autonomia monetária:

O “equilíbrio macroeconômico” da economia mundial, dada a “dolarização” generalizada do sistema de crédito, obriga a maioria dos países a praticar políticas monetárias e fiscais restritivas e a obter superávits comerciais crescentes para compensar a situação deficitária global da potência hegemônica. Estas políticas, por sua vez, esterilizam o potencial de crescimento endógeno das economias nacionais e convertem os déficits públicos em déficits financeiros estruturais, inúteis para uma política de reativação econômica, de corte keynesiano. (TAVARES, 1997:36.)

Em função do sucesso das estratégias de centralização do dólar, após a ruptura de sua conversibilidade com o ouro, há a conformação do padrão dólar-flexível (SERRANO,

2002). Neste novo padrão monetário, os EUA possuem a prerrogativa de financiar seu déficit na balança de pagamentos através da emissão de títulos, assim como nos padrões ouro-libra e dólar-ouro.

Contudo, possuem a liberdade de valorizar e desvalorizar sua divisa em relação às demais moedas, sem comprometer a posição hierárquica da mesma porque não há mais paridade com o ouro. O dólar se torna inconvertível:

No padrão dólar flexível os Estados Unidos podem incorrer em déficits na BP e financiá-los tranquilamente com ativos denominados em sua própria moeda como nos outros padrões anteriormente citados. Além disso, a ausência de conversibilidade em ouro dá ao dólar a liberdade de variar sua paridade em relação a moedas dos outros países conforme sua conveniência, através de mudanças da taxa de juros americana. (SERRANO, 2002: 250)

Os governos norte-americanos, passam a ter alavancada sua capacidade de gastos orçamentários: “(...) baseado na premissa de que um dólar *“is as good as one dollar”*, premissa ancorada no poder do Estado e da economia americana no mundo unipolar pós-guerra fria.” Serrano (2002: 250-251).

Dessa maneira, não há mais restrição externa. Os EUA podem disponibilizar títulos a juros atraentes para o restante do mundo, garantindo a cobertura dos déficits gêmeos (comercial mais o orçamentário). Isso, na prática, permite ao país uma considerável liberdade de gastos, permitindo ampliação significativa da capacidade de flexão de seu poder militar e tecnológico.

Conforme visto anteriormente, a manutenção das posições que garantem a estrutura de segurança, tão importante para a posição da economia e sociedade estadunidense, depende de elevados gastos militares. Ao mesmo tempo, a proeminência na estrutura de conhecimento está atrelada a investimentos estatais em inovação e tecnologia, aspecto de grande relevância na competição internacional atual. Esses dispêndios, muito além do equilíbrio da balança de pagamentos e de qualquer tipo de constrangimento, são permitidos pelo padrão dólar-flexível, o privilégio econômico excepcional que sustenta e é sustentado pelo poder político e militar norte-americano.

Ademais, Tavares (1997) destaca que os Estados Unidos puderam, a partir de sua “retomada”, praticar uma política keynesiana de investimentos no desenvolvimento econômico, principalmente através da indústria militar e em setores de alta tecnologia durante o governo Reagan (Rep. 1981-1989):

(...) a potência hegemônica adotou, de início, um *keynesianismo bélico* clássico, sucedido por investimentos em reestruturação industrial e atração de

capitais estrangeiros – e seguiu financiando seu consumo doméstico e seu gasto público por meio de um vultuoso endividamento amparado na posição cardeal de sua moeda nos mercados financeiros internacionais. (TAVARES & MELIN, 1997: 74).

Redefinido o marco sistêmico monetário, e consolidada a dinâmica que ele produz, outros países avançados, conforme afirmam Gill & Law (1989), Torres (2014), Fiori (1997) e Tavares (1997), empreenderam processos semelhantes de desregulação de seus mercados de capitais. Seguiam o exemplo dos Estados Unidos buscando aumentar a competitividade de seus mercados financeiros.

A desregulação competitiva se insere em um amplo processo de expansão da forma de organização e operação da riqueza financeira. Segundo Prates (2005: 269), as transformações observadas no sistema financeiro a partir da emergência do euromercado e do sistema de câmbio flutuante, como a desregulamentação, as inovações, a securitização das dívidas e a institucionalização das poupanças, surgem nos EUA e se espraiam pelo sistema financeiro internacional. O que ocorre em função da posição do dólar como moeda-chave e da adoção de políticas de liberalização e abertura adotadas pelas autoridades estadunidenses. Um movimento motivado pela necessidade de os Estados atraírem capital, como expõem Gill & Law (1989: 479):

Just as capital seeks the most propitious conditions for investment, states compete to attract capital and direct investment. Under the recessionary conditions of the 1980s, this gave rise to competitive deregulation of different national capital markets. Competitive deregulation is a misnomer, however, since it accompanied attempts to redefine market rules under new conditions. Most important, however, the process progressively reduced the barriers to the international mobility of financial capital, creating a more integrated and global capital market.

Ao capital financeiro, portanto, é garantida a possibilidade de se movimentar sem grandes constrangimentos, criando exigências por onde passa e aumentando a institucionalização de sua própria mobilidade. A possibilidade de saída iminente, e o poder de barganha nela inscrito, por vezes, constrange governos nacionais diante de suas opiniões públicas e forças políticas domésticas.

Crises no balanço de pagamentos ou desvalorizações cambiais, ocasionadas pela fuga maciça e repentina de capitais, produzem geralmente efeitos nocivos à economia doméstica, como aumento da inflação. Nesse sentido, um governo pode se ver obrigado pela dinâmica do mercado de capitais internacional a adotar políticas inadequadas do

ponto de vista doméstico. Ou seja, o funcionamento do sistema interestatal capitalista diminui a possibilidade de autodeterminação na política econômica:

Hence, the international mobility of financial capital can swiftly force governments which deviate from policies seen as suitable by the "market" to change course. For example, governments may be driven to raise interest rates, tighten monetary policy, and thus create a rise in unemployment to offset a currency or payments crisis. (GILL & LAW, 1989: 486).

O processo de globalização financeira, nesse sentido, captura a soberania das políticas econômicas, restringindo seu grau de atuação aos preceitos neoliberais mesmo a um alto custo social. Há cooptação e enquadramento dos países periféricos, obrigados a realizar os ajustes necessários à adequação dos níveis normativos exigidos pelo mercado financeiro internacional para que suas economias se tornem destino dos fluxos de capital internacional. (COELHO, 2011: 779-781)

Como se procura destacar, é um processo de reorganização sistêmica, alicerçado sobre o posicionamento do dólar no topo da hierarquia de moedas. A partir dessa definição, todo o funcionamento da estrutura financeira será definido. Não se pode compreender, contudo, esse movimento sem se levar em consideração o significativo impulso para a trajetória da política internacional do país assumida a partir dos anos 1980. Esse período é palco de um processo amplo, definido pela retomada do funcionamento da economia internacional ao redor da preponderância norte-americana, que se manifesta, complementarmente, na esfera político-estratégica:

A posição do dólar e a atratividade, qualitativamente superior, das possibilidades de colocação ou das facilidades de transação do mercado financeiro americano, em relação a todos os outros, inclusive Londres, restabeleceram os alicerces de uma adequação entre a realidade do capitalismo, já novamente dominado pelas finanças, e o lugar ocupado pelos EUA. (CHESNAIS, 1996: 41).

Com efeito, no plano internacional, o governo Reagan irá empreender uma estratégia renovada de enfrentamento à União Soviética. O *build-up*⁵³ militar praticado será fundamental nesse movimento e será financiado com a emissão de títulos da dívida pública estadunidense. O padrão dólar-flexível, já começa na década de 1980 a demonstrar a potencialidade de sua flexão. Ao longo dos anos 1990 surgem outras

⁵³ “Dentro desse build up estavam previstos o aumento das forças convencionais norte-americanas na OTAN e, o grande golpe sobre os soviéticos, um sistema de defesa contra ataques nucleares que tornaria inútil o arsenal soviético, conhecido como Iniciativa de Defesa Estratégica (IDE), ou Guerra nas Estrelas.” (PECEQUILO, 2003: 205).

demandas políticas militares a serem cumpridas, e esses movimentos estratégicos são alicerçados sobre o privilégio de gastos do governo dos Estados Unidos.

O sucesso na reestruturação do sistema interestatal capitalista, e sua consolidação se daria na década de 1990, quando a recuperação do crescimento econômico nos países centrais justificou no plano ideacional a ideologia neoliberal e no plano institucional os mercados desregulados e os livres fluxos internacionais de capital. Segundo Coelho (2011: 774):

A recuperação econômica afirma ideologicamente a era liberal e enfraquece as políticas intervencionistas, espalhando mundo afora programas de ajustamento estrutural e de reforma do Estado. Embora na esfera financeira, até meados dos anos 1990, tenhamos assistido a vários episódios de instabilidade, os ganhos produzidos em diversas frentes da liberalização pareciam superar seu custo principal: a instabilidade social e econômica.

Conforme objetivou-se demonstrar, a ruptura do padrão dólar-ouro e a não cooperação norte-americana com as tentativas de coordenação monetária europeia na década de 1970, possuem origens políticas, mas terão como resultado a conformação de um sistema monetário e financeiro liberalizado. A desregulação ocorrerá por conta da força dos fluxos financeiros, originalmente a partir do mercado de Eurodólares, mas depois como uma característica de todo o sistema financeiro global. As autoridades norte-americanas e britânicas, por terem interesse no posicionamento de seus centros financeiros como polos desse sistema globalizado, serão incentivadoras desse desenvolvimento.

A globalização financeira, portanto, é produto de decisões políticas assumidas pelos principais Estados do sistema interestatal capitalista em seus respectivos movimentos de acumulação de poder e riqueza. A desestruturação da hegemonia norte-americana e do tipo de funcionamento da economia internacional acordado em Bretton Woods cria novos desafios aos EUA. Sua resposta vem na forma de uma leitura realista no plano político, e liberal no plano econômico.

Ocorre a reestruturação do sistema interestatal capitalista. Sua nova dinâmica estará pautada pelo dólar flexível, pelo crescimento do setor financeiro internacional, permitindo a capacidade de gastos excepcional com o exercício da política estratégica e militar dos EUA e legitimadas pelo ideário neoliberal. É a afirmação do Poder Estrutural

dos EUA, com os quatro aspectos reconfigurados de uma maneira que não se pode mais falar em hegemonia, ou ainda, no oposto, em declínio hegemônico.

Na opinião de Fiori (2005b: 93-94), o sistema interestatal foi se transformando lentamente e reconstruindo um funcionamento a partir da reorganização do poder norte-americano, que deixa de se manifestar hegemonicamente pela governança global e passa a uma forma imperial que se sustenta: "(...) no controle de estruturas transnacionais, militares, financeiras, produtivas e ideológicas de alcance global, mas não suprime os estados nacionais" (FIORI, 2001: 63) apud Fiori (2005b: 94)⁵⁴

Ocorre uma situação nova, um tipo de dominação militar, financeira e ideológica com elementos transnacionais, porém emanando do poder norte-americano, com significativo impacto sobre as relações internacionais:

A sua formação obedece a padrões de financiamento e transformação da riqueza que operam sob a lógica dos mercados desregulamentados e que contam com um amplo conjunto de interesses que foram se enraizando nos aparatos normativos e nas legislações de diferentes países e instituições internacionais. As forças institucionais dão o suporte social para a forma de apropriação da riqueza no capitalismo contemporâneo e a expansão dessa lógica resulta na reprodução das assimetrias de poder dentro do sistema de Estados. Há um movimento de expansão do capital que integra mercados e captura parte das políticas soberanas às necessidades da grande potência. (COELHO, 2011: 781).

É sob a combinação do consenso neoliberal, da globalização financeira e da reestruturação produtiva que ocorrerão a emergência das novas estruturas econômicas e políticas internacionais que alteraram a natureza da sociedade internacional em direção à diluição da rigidez da fronteira externo e interno nas relações internacionais contemporâneas, que modificaram a abrangência e a importância das negociações internacionais sobre política doméstica dos Estados e vice-versa. (VIGEVANI ET AL, 2005: 103).

Cabe ressaltar, contudo, que não foram apenas as decisões políticas e a força dos Estados, e particularmente dos EUA, que resgataram as finanças internacionais a um papel central no capitalismo internacional. As “balizas” do processo são políticas, mas o

⁵⁴ FIORI, J.L. Sistema Mundial: Império e pauperização, in: FIORI, J.L. & MEDEIROS, C. **Polarização Mundial e Crescimento**. Ed. Vozes, Petrópolis, 2001.

desenvolvimento que ocorre dentre elas advém de circunstâncias do mercado⁵⁵. Conforme destaca Andrew Walter⁵⁶:

*it would be wrong to argue that the growing role of private financial markets were entirely a product of American policies; in part it was also due to innovations in the private markets themselves as well the adept manoeuvres on the part of other countries (above all the UK) to accept unregulated Eurodollar banking activities on their territory. It is still largely true, however, that U.S had largely succeeded in reshaping the international monetary system in a way that was seen as advantageous for America, though **not one which was necessarily stable** (WALTER, 1993, pp. 189 apud FIORI, 1997. pp. 125). Grifo nosso.*

Neste item buscou-se analisar o surgimento do funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional atual que compreendido como a raiz da crise de 2007/2008. Esta análise se justifica pela importância da estrutura financeira como componente do Poder Estrutural dos Estados Unidos, relação relevante para a análise da regulação financeira internacional, conforme já exposto.

Nesse sentido, foi desenvolvida a hipótese de que a ruptura do Padrão dólar-ouro e as demais circunstâncias que caracterizam a gênese do SMFI atual estão relacionadas à desestruturação da hegemonia norte-americana. O fim da convergência de interesses entre a superpotência capitalista e seus aliados (segundo o conceito de hegemonia adotado neste trabalho) levou a reestruturação do sistema interestatal capitalista a partir de afirmações unilaterais dos EUA.

O posicionamento do dólar no topo da hierarquia internacional de moedas, e a formação de uma arquitetura financeira internacional baseada na hipertrofia do sistema financeiro e em Wall Street como seu eixo fundamental, foram as respostas encontradas para a solução dos dilemas políticos e econômicos enfrentados pelos norte-americanos ao longo das décadas de 1970 e 1980. O sistema que se formou é marcado pelo fortalecimento do Poder Estrutural dos Estados Unidos.

⁵⁵ “To sum up, the financial structure under the paper dollar standard in the decade 1973 to 1983 was beset by uncertainty and violent change. There were losers and winners but it seemed to be a matter of blind chance more than purposive political action that decided who was going to win and who lose, which countries, which social groups and even which individuals would have their plans set adrift, their hopes dashed and their world turned upside down.” (STRANGE, 1994: 109)

⁵⁶ WALTER, Andrew, (1993) *World Power and World Money*, Harvester Wheatsheaf, Londres.

A seguir, no item final deste capítulo, analisa-se especificamente a arquitetura desse sistema financeiro internacional, “*não necessariamente estável*”, com foco a ressaltar as inovações e a dinâmica de operação presentes no mesmo. O intuito será o de propiciar uma abordagem compreensiva da crise de 2007/2008 e de suas demandas regulatórias a serem desenvolvidas no segundo capítulo deste trabalho. Conforme já exposto, objetiva-se analisar o fenômeno de regulação financeira internacional e, mais precisamente, a regulação no pós-crise de um viés estrutural que contemple as relações entre os componentes do Poder Estrutural dos Estados Unidos.

1.3 Arquitetura Financeira Internacional e a expansão do Sistema Monetário Financeiro Internacional

Para se compreender o fenômeno que este trabalho objetiva analisar é fundamental compreender a realidade que o cerca e que o produz. A regulação financeira internacional e, mais especificamente, os esforços observados no pós-crise 2007/2008 procuram, de alguma maneira, transformar a arquitetura do sistema financeiro internacional a partir das problemáticas levantadas por sua manifestação de crise.

Como já foi explorado, a formação do sistema financeiro internacional está inserida numa lógica sistêmica e se organiza em relação de influência e sustentação mútua com as demais estruturas de poder internacional presentes no sistema interestatal capitalista. Em específico, a atual arquitetura financeira, deita origens políticas na afirmação unilateral dos EUA a partir dos anos 1970, e, pautada na posição do dólar e de Wall Street, possui como características fundamentais a desregulação e a liberdade de operação.

Neste item, o objetivo será expor a organização da arquitetura financeira internacional, com foco nas inovações financeiras e na dinâmica de funcionamento do sistema financeiro internacional. Espera-se com essa exposição subsidiar análise compreensiva da crise financeira que se manifestou em 2007/2008, bem como do fenômeno de regulação financeira em sua consequência.

A hipótese que guia esta seção é a de que a arquitetura financeira internacional possui como principal fenômeno a desregulação que eleva a competição no setor

financeiro e intensifica um rearranjo nos negócios das instituições financeiras, principalmente os bancos. O fenômeno de originar e distribuir surge atrelado à desintermediação bancária por conta da competição intensa do setor e a arquitetura financeira será marcada por este processo e pela externalização do risco, com possibilidade de alavancagem e tendência de concentração patrimonial.

Conforme exposto no primeiro item deste capítulo, a operação baseada na alavancagem dos balanços patrimoniais amplia a dependência das instituições financeiras das condições de liquidez presentes no mercado. Ou seja, a atuação alavancada dos fundos de hedge, mas também dos próprios bancos, se configura como fonte de instabilidade sistêmica e guarda relação causal com o evento de crise. Apesar do que apresentam as teorias que nortearam tecnicamente o desenvolvimento dos mercados financeiros desregulados, portanto, a dinâmica de um setor financeiro competitivo é caracterizada, como destacado, pela ampliação do risco sistêmico.

Cabe ressaltar, no entanto, que o funcionamento liberalizado e com base nas práticas mencionadas é um dos alicerces da hipertrofia do sistema financeiro norte-americano e internacional. Nesse sentido, a dinâmica que amplia o risco sistêmico oferece a manutenção da posição internacional do dólar⁵⁷ como moeda chave da economia internacional, do padrão monetário do dólar-flexível e, por consequência garante sustentação às demais estruturas de poder que permeiam o funcionamento do sistema interestatal capitalista como organizado a partir dos anos 1980.

Em outras palavras, retomando a hipótese apresentada no início deste trabalho: “A Arquitetura Financeira Internacional que emerge da globalização é pertinente às demais estruturas e fornece sustentação às mesmas, na medida em que permite a hipertrofia do sistema financeiro e a manutenção do dólar como moeda internacional.”

Conforme observa Strange (1998:40), a história das inovações financeiras recentes, em especial a revolução bancária que se espalhou pelo mundo, deitam suas raízes na realidade financeira doméstica dos EUA⁵⁸. Justifica-se, portanto, a importância de analisar o ambiente financeiro doméstico do país ao longo dos anos 1980 e 1990 para

⁵⁷ “A posição do dólar como moeda-chave ancorou-se, após o colapso de Bretton Woods, no poder financeiro dos Estados Unidos, associado à importância das instituições financeiras americanas e à dimensão de seu mercado financeiro doméstico.” (PRATES, 2005: 269)

⁵⁸ “As the story briefly outlined here surely suggests, the banking revolution being experienced worldwide, and the consequently enhanced power of financial markets over the state of the world economy, were, in very large part, ‘made in America’” (STRANGE, 1998: 40-41)

se compreender a arquitetura financeira internacional. Por conquistar a afirmação da centralidade do dólar e de Wall Street na economia internacional, as autoridades norte-americanas permitiram surgir uma dinâmica financeira própria que emana da competitividade do mercado financeiro no país. O espraiamento dos tipos de atividades financeiras e inovações ocorrem na esteira da preponderância de seu poder monetário e financeiro se aproveitando das oportunidades de lucro em outras praças como a Londrina⁵⁹.

1.3.1 O DESENVOLVIMENTO DA ARQUITETURA FINANCEIRA INTERNACIONAL

A primeira coisa que a se esclarecer para tratar da arquitetura financeira internacional atual é a de sua tendência especulativa geral. Segundo Prates (2005: 270), a globalização financeira é marcada pela dominância da esfera financeira sobre a de produção. Essa característica se reflete na gestão de recursos por parte dos operadores financeiros, imprimindo uma lógica especulativa sobre a alocação de riqueza financeira dos agentes.

Dessa feita, o advento do regime de câmbio flutuante em um ambiente financeiro com livre movimentação de capitais produziu aumento da volatilidade das taxas de juros e câmbio. Na busca pela exploração de oportunidades de lucros, fluxos especulativos de capitais de curto prazo potencializam essa volatilidade e concorrem por produzir instabilidade nos mercados monetários. O efeito dessa dinâmica é a incerteza estrutural ao redor de preços-chave no mercado financeiro internacional, levando seus agentes à preferência pela liquidez de suas posições.

Os investimentos são, portanto, realizados pela expectativa de variação do valor de mercado do ativo no curto prazo, ao invés de estarem fundamentados em sua capacidade de gerar um fluxo de rendimentos que superem o valor inicial desembolsado.

⁵⁹ “*The role of the City as an easy escape route for profit-hungry US banks under pressure at home of competition among themselves and also from newcomers in the financial services market is a part of the story easily overlooked by writers on financial developments in Britain on one hand and writers on financial developments in the United States on the other. Where would US banks have gone to expand their international business if London had not offered an open door with ‘Welcome’ on the mat?*” (Strange, 1998: 40)

Desenvolveu-se, dessa maneira, uma dinâmica de atuação ao redor das expectativas de movimento dos preços, ou a “antecipação da psicologia do mercado”:

Ou seja, a lógica especulativa entranhou-se, profundamente, no comportamento do conjunto de agentes econômicos e passou a condicionar suas decisões de consumo, poupança, investimento, aplicação financeira, endividamento e concessão de crédito, em âmbito doméstico e internacional. (PRATES, 2005: 270)

Nesse sentido, o desenvolvimento de inovações financeiras esteve associado a duas tendências principais: a diminuição do risco, com a organização dos mercados para obtenção de maior segurança às operações financeiras necessárias à prática econômica; e a busca pela ampliação da lucratividade por parte das instituições financeiras, em alguns casos pela sobrevivência dos negócios, como no caso dos bancos comerciais.

Com efeito, Torres (2014: 435) ressalta que mesmo diante da instabilidade financeira da década de 1970, os participantes dos mercados financeiros não jogaram contra o processo de crescente liberalização que se observava. Procuraram, na verdade, se aproveitar das oportunidades de valorização do capital, tendo acumulado inúmeros e expressivos instrumentos de operação, principalmente em câmbio e juros. Essa tendência é enfatizada também por Strange (1998, 39): *“Thus a good many of the innovations of the period 1975 to 1995 were devised by quick-thinking and agile financial entrepreneurs to take profitable advantage of the cracks and chinks in the American regulatory system.”*

Contudo, a mesma autora observa a importância da anuência política das autoridades perante os “caminhos” assumidos pelos mercados, uma função de operadores procurando lucro, e o benefício da hipertrofia do sistema a favor dos interesses políticos:

At this point, it becomes clear that the stories of financial innovation cannot be told simply from the operators’ side; their inventiveness and skills would have brought little profit to them or change to the system without the connivance – conscious or unconscious – of political authority. (STRANGE, 1998: 36)

Gowan (2003: 90-94) destaca cinco alterações fundamentais responsáveis por transformar definitivamente a dinâmica nacional e internacional do sistema financeiro:

1. O surgimento dos fundos mútuos como ofertadores de crédito para o setor produtivo nos Estados Unidos, com declínio drástico dos bancos comerciais na realização desse papel;

2. A derrubada dos muros entre diferentes setores das finanças, com instituições de Poupança e Empréstimo começando a atuar no mercado de títulos através dos fundos mútuos;
3. Desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, valores mobiliários mais sofisticados como derivativos, que fogem do mercado regulado nas operações OTC (*over the counter*), acarretando como principal resultado a interligação entre os vários mercados como de títulos e ações com o de câmbio;
4. O surgimento dos fundos de hedge, e de sua enorme capacidade de operar alavancados para melhor explorar as assimetrias entre diferentes praças financeiras;
5. E por fim, a intensa integração entre o sistema financeiro dos Estados Unidos e o resto do mundo, com seus fundos hedge, fundos mútuos, bancos comerciais tendo se tornado envolvidos nos negócios internacionais.

Dessas transformações e seus reflexos o autor retira duas conclusões. A primeira de que os mercados de títulos nos Estados Unidos tornaram-se muito grandes em relação ao volume de negócios que acontecem neles em tempos normais, o que torna o mercado altamente líquido, permitindo a movimentação espontânea de investidores (compras e vendas). A segunda que a arquitetura do sistema financeiro de maneira geral se tornou muito vulnerável a uma crise:

Mas a segunda conclusão é que a estrutura interna do sistema financeiro como um todo tornou-se estrategicamente muito vulnerável a uma crise. Toda a experiência acumulada dos sistemas de crédito sob o capitalismo aponta para o fato de que os mercados financeiros americanos estão muito mais vulneráveis a um horrível colapso como resultado da desintegração da ordem regulatória, da centralidade cada vez maior dos mercados de títulos, do enorme crescimento dos novos tipos de títulos extremamente arriscados e da extraordinária ascensão ao domínio dentro de todo o sistema de fundos especulativos. (GOWAN, 2003: 94).

Por sua vez, Torres (2014), destaca quatro aspectos da arquitetura financeira internacional que surgem durante a globalização e possuem relação com a crise de 2007/2008:

1. A desnacionalização dos Mercados Financeiros. Através da vontade política de EUA e Inglaterra, o sistema financeiro se encaminhou a um modelo em que as contas de capital dos países deveriam ser abertas e permitidos os fluxos de capitais entre elas, estabelecendo-se um espaço global de atuação para o capital,

sustentando por regras comuns de competição determinadas pela Acordo de Basileia I⁶⁰;

2. A desintermediação bancária. A perda de lucratividade oriunda da intermediação levou as instituições bancárias a participar do jogo de securitização de ativos em função de substituir a rentabilidade perdida;
3. A externalização do Risco através do uso de derivativos. A desregulação e possibilidade de expansão do mercado de derivativos permitiu que muitas operações financeiras tivessem seu risco reduzido, permitindo uma maior alavancagem de posição em relação ao capital detido. Tal fenômeno contribuiu para a hipertrofia do setor financeiro e dos montantes circulantes no mesmo, e também para o espraiamento dessas operações ao redor do globo;
4. A elevada alavancagem, fundamental para manter o aumento de ganhos, porém agravante do cenário de crise.

Conforme se pode observar, há um certo nível de convergência na análise de ambos autores. Na interpretação deste trabalho serão destacadas as inovações financeiras surgidas e a dinâmica de operação das instituições financeiras que corrobora com a hipótese apresentada no início deste item.

Com efeito, uma das características mais marcantes do funcionamento do sistema financeiro nos EUA ao final dos anos 1970 e início dos 1980 é a transformação da tradicional atividade de intermediação financeira. A intermediação consiste em realizar a captação de recursos a curto prazo e oferecer o empréstimo dos mesmos a longo prazo. Cobrando-se uma taxa de juros de acordo com o mercado, os bancos obtêm sua lucratividade, sendo a diferença entre a taxa de captação e a taxa cobrada nos empréstimos conhecida como *spread* bancário.

O contexto regulatório da década de 1970 era marcado por uma disposição de controle sobre o nível de taxa de juros que as instituições receptoras de depósitos eram permitidas a praticar. Os tetos das taxas de juros haviam sido estabelecidos no contexto de contenção às finanças da década de 1930 após os efeitos negativos observados a partir

⁶⁰ Primeiro acordo internacional de regulação bancária. Teve como intuito estabelecer um nível de competição internacional ao convergir a regulação prudencial em torno de um mínimo de capital comum (8%) aos bancos com operação internacional. Será tratado no próximo capítulo.

da crise de 1929. Seu objetivo era conter a intensificação da concorrência no setor de instituições depositórias e a instabilidade dela advinda.

Braga e Cintra (2005: 261) ressaltam que, enquanto as taxas de juros básicas definidas pelo Fed estiveram baixas, os tetos promoveram estabilidade. Contudo, com a elevação das taxas de juros ao longo dos anos 1970, diante do contexto inflacionário, os tetos terminaram por produzir a desintermediação financeira. Representando o afastamento do papel dos bancos em oferecer crédito aos agentes econômicos, esse fenômeno é acompanhado pelo crescimento e sofisticação dos mercados de capitais, se configurando como nova fonte de crédito aos agentes.

Conforme resalta Wade (2008: 30-31), no final dos anos 1970 e início dos 1980 o crescimento dos mercados de ações nos Estados Unidos, relacionado ao fluxo de recursos oriundos dos recém-criados fundos de pensão, diminuiu a função dos bancos comerciais pelo fato de que as empresas passaram a buscar nesses mercados o capital necessário para suas operações.

A relação entre os bancos comerciais, separados de seus homônimos de investimento pelo *Glass-Steagall Act*⁶¹, com o lado real da economia perdeu força levando seus ganhos a um declínio. Nesse sentido, os mesmos buscaram explorar novos mercados como o de consumidores e pequenas e médias empresas, ao mesmo tempo desenvolvendo novos instrumentos financeiros, taxas e comissões. Este momento se conecta à desregulação da atividade desses bancos, permitindo que eles tivessem liberdade para atuar em um espectro mais amplo de mercados de capital do que anteriormente. Essa mudança, no entanto, não significou a perda da posição dos bancos na nova dinâmica financeira que surgia:

Contudo, sob taxas de juros altas e com tendência de elevação, os tetos desencadearam a chamada “desintermediação financeira”. Essa redução do papel do crédito bancário tradicional, entretanto, não correspondeu à perda de posição dos bancos no novo jogo da finança direta, uma vez que eles próprios

⁶¹ Legislação norte-americana sancionada em 16/06/1933 com o nome de “*Banking Act of 1933*”. Teve efeitos estruturantes sobre o sistema financeiro dos EUA, sendo o mais famoso a separação entre bancos comerciais e de investimento: “(...) *the act separated commercial from investment banking. The act required commercial banks to sell their securities affiliates within one year and restricted their bond departments to the purchase and sale of securities on the order of and for the account of customers. Underwriting investment securities was prohibited. Interlocking directorates between commercial banks and securities companies was also forbidden. Firms engaged in selling securities were prohibited from taking deposits (...) (...) The use of bank credit for the purchase of securities and speculation in securities markets was restricted.*”(KOMAI & RICHARDSON, 2011: 13-14)

cada vez mais metamorfoseados em “supermercados financeiros” mantiveram ou ampliaram sua rentabilidade. (BRAGA & CINTRA, 2005: 261)

Assim, os bancos comerciais nos EUA, separados dos bancos de investimento e limitados pela regulamentação de suas atividades, encontraram nas inovações financeiras caminhos para reinventar suas atividades, produzindo efeitos significativos sobre a dinâmica do sistema. O advento da securitização se insere nesse contexto, pois propiciou uma saída para os bancos em função de reconquistar boas margens de lucratividade e sua sobrevivência e centralidade no sistema financeiro.

A securitização consiste em transformar um ativo financeiro em um título comercializável. Seu objetivo é o de permitir a venda do mesmo, e, assim, a dissipação do risco de ativos financeiros pelo sistema financeiro internacional. Uma operação que seria incorporada ao negócio dos bancos, e, ao se sofisticar, permitiria a prática conhecida como originar e distribuir:

O principal objetivo da securitização é criar um ativo que possa ser facilmente comprado e vendido, ou seja, originado e distribuído. Desse ponto de vista, o novo título deve apresentar condições de rentabilidade, prazo e risco que sejam facilmente percebidas pelos investidores, sem a necessidade de uma pesquisa mais profunda sobre as condições dos créditos que lhes deram origem. (TORRES, 2014: 438)

Braga e Cintra (2005: 269-270) destacam que o processo de securitização é impulsionado por dois movimentos conjuntos. Por um lado, os credores líquidos procuram se afastar dos passivos bancários, se posicionando em cotas de fundos de investimento, dentre outras opções de valorização de seus recursos. Por outro lado, os agentes necessitantes de crédito procuram diretamente os mercados de capitais como distinção mais barata de captação. Os bancos então transformam ativos antes não negociáveis em títulos que podem ser comercializados no mercado.

A desintermediação financeira e a securitização se complementam e potencializam, o que leva a uma queda significativa na proporção de participação dos bancos comerciais na gestão da riqueza:

Durante esse processo, grande parte da gestão da riqueza e do crédito migrou das instituições de depósito (bancos comerciais, instituições de poupança e uniões de crédito) para os investidores institucionais (fundos de pensão, companhias de seguro e outras formas de investimento coletivo). A participação dos ativos das instituições de depósito caiu de 62,3% dos ativos

totais do setor financeiro americano em 1950 para 23,2% no primeiro trimestre de 2004. (BRAGA & CINTRA, 2005: 270)

Esse fenômeno gera preocupações quanto ao futuro do negócio bancário e do papel dessas instituições tradicionais na gestão da riqueza e na potencialização do desenvolvimento econômico. Analisando o fenômeno de desintermediação bancária nos anos 1990, Kregel (1997: 42), apontou a transformação no processo de intermediação bancária e na necessidade dos bancos comerciais se adaptarem às novas funções minimizando os riscos de suas operações. Para garantir sua sobrevivência, os bancos comerciais necessitariam se tornar mais eficientes no controle dos riscos, adotando e incorporando os mais eficazes métodos de controle de risco baseados no mercado, como os derivativos:

(...) if banks are to survive it will not be by becoming more efficient as maturity transformers, but by doing what they have always implicitly done, and that is managing risk more efficiently than other forms of financial organization. To do this they will have to adopt and integrate the more efficient market-organized methods of risk management which have been developed into their own activities. (KREGEL, 1997: 41)

Nesse sentido, os bancos passaram a se apoiar sobre suas carteiras de crédito tradicionais para originar títulos que seriam então distribuídos nos mercados de capitais. A dinâmica do negócio era a de buscar reduzir os balanços patrimoniais com a venda desses ativos, criando espaço para novas operações de securitização, dessa maneira, ampliando o volume de negócios sem deixar de atender aos parâmetros permitidos pelo acordo de Basileia I.

O mercado de bancos comerciais passa, nos anos 1980, portanto, a depender menos do spread bancário e mais das taxas e comissões relacionadas às operações financeiras, configurando o modelo “originar e distribuir”:

In the new “originate and distribute” business model, the name of the game was to create a lot of product and sell it on quickly to investors and speculators around the world – such as pension funds, the Port Authority of New York and New Jersey, and municipalities in northern Norway. (WADE, 2008: 31).

A adaptação de originar títulos para vender nos mercados de capitais através da securitização foi, portanto, uma maneira de solucionar a falta que faziam os mecanismos tradicionais de depósitos baratos e estáveis como a poupança, e créditos garantidos pelo

governo. Ademais, com a comercialização de ativos e a diminuição da exposição de seu balanço, os bancos puderam se manter rentáveis perante a intensificação da competição ao fazer melhor uso dos recursos disponíveis e aproveitar os ganhos com a venda dos ativos originados. O volume de operações de securitização se manteve relativamente baixo até os anos 1990, daí em diante chegou a atingir US\$ 5 trilhões em 2006, recuando a US\$ 2,5 trilhões em 2008 (TORRES, 2014).

O papel das inovações financeiras relevantes, entretanto, não se limita à importância das operações de securitização. Outro tipo de inovação financeira que se tornou muito utilizada e contribuiu decisivamente para definir a dinâmica do capitalismo financeiro atual são os derivativos. Utilizados para diminuir a exposição a variações inesperadas de preços de ativos como juros, câmbio, créditos e ações, consistem na mercantilização do risco e na redistribuição do mesmo a diversos investidores. São encarados como uma forma de melhorar o risco sistêmico, porque permitem a dispersão dos riscos por todo o sistema ao invés de concentrá-los em poucas instituições.

Em sua maioria, são comercializados através de mercados de balcão (*Over the counter derivatives*), o que, no pré-crise, ocorria fora da supervisão das autoridades regulatórias. A opacidade é uma característica intrínseca nessas operações, por conta da complexidade e customização que podem atingir. Segundo Torres (2014), o espraiamento do uso de derivativos teve participação relevante dos governos:

Para tanto, [os governos] garantiram condições jurídicas para a emissão desses contratos, até mesmo por investidores que não dispunham dos ativos relacionados aos derivativos que desejam emitir. Além disso, deram tratamento regulatório preferencial a esses novos instrumentos. Os bancos podiam, por exemplo, ampliar o tamanho dos ativos que carregavam ante o capital da instituição, caso reduzissem o risco de suas operações mediante a aquisição de derivativos. (TORRES, 2014: 439).

O advento dos derivativos se desenvolveu inicialmente nos anos 1970, a partir do mercado de Eurodólares, tendo sido as commodities e as operações de câmbio os principais objetos dos contratos. A volatilidade e incerteza observadas nesses mercados, agravadas pelo crescimento da inflação, constituíram-se como fomentadores do mercado de derivativos ao longo do período. Susan Strange (1998: 30) expõe a importância desse instrumento financeiro: “*Trading in derivatives allowed banks and transnational enterprises a chance, at relatively low cost, to hedge against losses from changes in*

exchange rates, in oil or other commodity prices and against unforeseen changes in interest rates.”

Os derivativos se constituem, portanto, como uma operação de transferência de risco. Contudo, os agentes que procuram a operação de *hedge* não eliminam os riscos. Eles apenas os vendem mediante um prêmio a outro investidor que está tomando a posição contrária. Isso em termos sistêmicos significa que o risco continua a existir, porém, espalhado ao redor do sistema. (BRAGA & CINTRA, 2005: 277)

Dois fatores que explicam o crescimento do mercado de derivativos são: a crescente demanda por crédito, especialmente em moeda internacional, fomentada pela expansão do comércio e da produção internacional, e a possibilidade de se explorar a relativa inexistência de impostos e regras sobre estes instrumentos de baixo custo operacional (devido à grande competitividade). Por conta de tantas utilidades, os derivativos passaram a ocupar o centro da dinâmica de funcionamento do sistema financeiro globalizado.

Cabe ressaltarmos, que tanto os derivativos quanto a securitização, são vistos, pela abordagem que se consolidou como dominante na esfera da regulação financeira internacional, como instrumentos que ampliam a segurança do sistema financeiro ao reduzir o risco sistêmico (CROTTY, 2009).

A ideia é a de que, ao securitizar os ativos e os comercializar, e criar derivativos sobre exposições de suas operações, as instituições financeiras se protegem individualmente da exposição ao risco. Com crença na eficiência do mercado em precificar esses títulos, eles serão absorvidos por investidores conscientes e preparados para os riscos que representam. Contudo, ao passo que os derivativos possibilitam a proteção de riscos na variação do câmbio, commodities, juros, etc, também permitem que as instituições financeiras assumam atitudes especulativas. (PRATES, 2005: 271)

Esse é um fator preponderante na explicação causal do crescimento dos mercados de derivativos a partir de seu surgimento nos anos 1970. As variações de juros, câmbio, inflação, preços das ações e commodities, nos mais variados espaços temporais, constituem oportunidades de especulação e ganhos de capital. As instituições procuram apostar na tendência de movimento dos preços, procurando antecipá-los e, ao assumir posições especulativas grandes, lograr consideráveis somas de lucro:

Qualquer variação percentual, por menor que seja, representa oportunidades de ganho com a aposta de tendência. A volatilidade das variáveis macroeconômicas possibilita que os especuladores lucrem com posições em diversos mercados (mercado internacional de moedas, mercado de taxas de juros nos EUA, mercado futuro de taxas de juros, índice de ações *Standard & Poor's 500* etc). Em suma, a volatilidade está na origem da criação desses mercados, retroalimenta-os e permite seu crescimento. (BRAGA & CINTRA, 2005: 277)

Cabe ressaltar que a expansão do processo de securitização se apoiou sobre o desenvolvimento concomitante dos mercados e dos mecanismos de proteção permitidos pelo advento dos derivativos. Conforme mencionado, os bancos comerciais, por exemplo, precisaram do maior controle possível de seus riscos para otimizar seus negócios.

A proteção propiciada pelos derivativos garantiu a preocupação, tanto dos aplicadores em títulos quanto daqueles que buscavam recursos nos mercados de capitais, com relação às variações nos preços chave. A complementariedade entre esses dois processos também gerava a dinâmica especulativa mencionada, conformando a dinâmica dos mercados financeiros:

Porém, o próprio mecanismo de *hedge*, ao ampliar a segurança do aplicador, também facilita o processo especulativo, aumentando a volatilidade dos mercados de ativos. Assim, a conjunção do processo de securitização com os mecanismos de transferência de risco passou a determinar a dinâmica dos mercados financeiros dos EUA, caracterizados por uma extrema flexibilidade em termos de instrumentos, taxas de remuneração, prazos, moedas, etc. (BRAGA & CINTRA, 2005: 278)

Em se tratando das inovações relevantes, a dinâmica do sistema financeiro ainda foi potencializada pelo surgimento e atuação dos fundos de *hedge*. Com um mercado financeiro marcado pela desintermediação bancária, elevada liquidez, baixas taxas de juros, securitização, derivativos e desregulação, os fundos de *hedge* puderam encontrar um ambiente propício para sua expansão.

Caracterizados pela procura de oportunidades de lucro na arbitragem de preços nos diversos mercados, operando com base em alavancagem de capital, sem constrangimentos regulatórios e com incentivos a seus administradores (participação nos lucros), os fundos se alastraram rapidamente e conquistaram uma posição de destaque nos mercados especulativos globais. Mallaby (2007: 93) oferece uma definição compreensiva:

Hedge funds are private investment pools allowed to operate with a great deal of freedom and flexibility, including having the ability to leverage their assets through borrowing and to bet that stocks will fall as well as rise. Some use intensely mathematical methods; others pursue stock-picking strategies that depend on human judgment about the quality of corporate managers.

Torres (2014: 440) aponta o episódio do Fundo Quantum, administrado por George Soros e os ataques especulativos à libra que obrigaram os ingleses a se retirar do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992, como a prova de força de que os fundos poderiam até mesmo constranger governos nacionais poderosos. A atuação de fundos de hedge, no pós-crise foi, nesse sentido, questionada, e embora não tenham estado no centro da crise financeira mais recente, são creditados à suas atividades especulativas o desencadeamento da crise asiática do final da década de 1990⁶².

Mallaby (2007: 93-95), no entanto, se esforça por oferecer uma justificativa para o funcionamento dos Fundos de Hedge do ponto de vista da eficiência dos mercados. Aponta que os movimentos especulativos produzidos pelos fundos apenas procuram explorar oportunidades irracionais no mercado. Ou seja, atuam de maneira a corrigir ineficiências e apenas desarticulam arranjos econômicos artificiais criados por políticos: *“By buying irrationally cheap assets and selling irrationally expensive ones, they shift Market prices until the irrationalities disappear, thus ultimately facilitating the efficient allocation of the world’s capital.”* (Mallaby, 2007: 95)

Ainda de acordo com o mesmo autor, os fundos de hedge atuam também como seguradores do Mercado. Quando instituições financeiras como bancos estão expostos ao risco de seus empréstimos, os fundos aceitam comprar derivativos desses créditos, assumindo o risco do *default* e permitindo aos bancos que ampliem seus investimentos.

Esse foi um dos mecanismos que, na verdade, ampliou o alcance da crise financeira iniciada no mercado imobiliário norte-americano de empréstimos de *sub-prime*. Ao fortalecer a dinâmica de alavancagem do *originate and distribute*, os fundos de hedge endossaram as práticas de estruturação de complexos ativos baseados naquele

⁶² “Não há nenhuma dúvida de que os fundos hedge eram a força motora do ataque primeiramente sobre o baht tailandês, depois sobre outras moedas regionais e o mercado de ações de Hong Kong. O primeiro ataque do fundo hedge sobre o baht aconteceu em maio de 1997, um mês depois de a administração Clinton lançar a sua campanha exigindo que a Tailândia e a Indonésia abrissem completamente os seus setores financeiros aos operadores financeiros americanos.” (GOWAN, 2003: 152).

crédito hipotecário cedido, sem que esses tivessem realmente a qualidade referenciada pelas agências.

Essas transformações ocorridas na montagem do sistema financeiro internacional redefiniram substancialmente o padrão de operação dos bancos comerciais. A partir do fim do padrão dólar-ouro, e assim, do início de movimentos especulativos e do caráter volátil de preços no mercado de câmbio, crédito e juros, os adventos surgidos, como a securitização e os derivativos levaram a transformações na forma do negócio financeiro.

Com efeito, uma das tendências que se observou ao longo da maturação do sistema foi a do crescimento patrimonial das instituições financeiras, sendo um dos aspectos da arquitetura financeira internacional mais relevantes para a amplitude e alcance da crise. Ao mesmo tempo em que os bancos foram reorganizando sua forma de fazer negócios, fundamental, também, foi o crescimento de tamanho patrimonial dessas instituições, através de fusões e aquisições, para melhor proveito da escala das operações financeiras. Conforme destacou Kregel (1997: 42):

It is also clear that banks will have to be of a sufficiently large size to take advantages of these economies of scale and scope in providing risk management services to their clients. One would thus expect to see a greater degree of concentration in the banking sector.

O processo de alargamento do balanço das instituições financeiras ocorreu ao longo dos anos 1990 principalmente. Segundo Cintra e Freitas (2000), a tendência às fusões se justificava, a princípio, pela ampliação da base de capital, bem como das redes de distribuição, do número de clientes e dos negócios. Permitiram, ao mesmo tempo, a redução de custos, economia de escala e escopo:

Em princípio, as fusões e as aquisições viabilizam a ampliação da base de capital, da rede de distribuição, de clientes e negócios. Do mesmo modo, possibilitam sinergias e redução de custo, pois eliminam a duplicação de despesas com pessoal, publicidade, pesquisa e desenvolvimento etc., bem como economias de escopo e de escala. (CINTRA & FREITAS, 2000: 164-165)

Nesse sentido, nos anos 1990, ocorreram diversas fusões e aquisições nos países europeus. Iniciados dentro das fronteiras nacionais, esses processos passaram a transbordar a fronteira, refletindo o âmbito global de competição entre as grandes instituições financeiras:

Nesse movimento, vários bancos procuram se firmarem como bancos globais, dado que as atividades no exterior são fontes de importantes receitas. (...) Apreende-se que os bancos com vastas redes de dependências externas, como o Standard Chartered, o HSBC, o Crédit Agricole e o Citibank, obtêm a maior parte de suas receitas totais no estrangeiro. (CINTRA & FREITAS, 2000: 163)

Neste ponto de competição global, cabe o esclarecimento da influência das transformações regulatórias nos EUA a esse processo, já que: “*During the 1980s and 1990s, the structure of financial regulation in the United States changed dramatically.*” (KOMAI & RICHARDSON, 2011: 23).

Segundo os mesmos autores, as instituições financeiras norte-americanas fizeram intenso lobby ao longo dos anos 1970 e principalmente na década de 1980 em função de diminuir os constrangimentos regulatórios aos quais estavam sujeitas. O ímpeto para a transformação vinha de três direções principais: da prevalência do pensamento de livre-mercado nos debates políticos; da força competitiva da própria globalização, obrigando as instituições financeiras do país a competirem com contrapartes sujeitas a menor nível regulatório; e do colapso da indústria de Poupança e Empréstimos nos anos 1970⁶³.

O lobby sempre se moveu na direção de derrubar as restrições à livre atuação das instituições financeiras, em especial as provisões que as impediam de atuar em vários mercados. Duas legislações tiveram impacto relevante na arquitetura financeira internacional. O *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994*, que permitiu a ramificação dos negócios financeiros a partir de 1997. E o *Gramm-Leach-Bliley Act of 1999* (GLB), responsável pela suspensão da proibição aos bancos mesclarem atividades comerciais, de investimentos e de seguros. O GLB permitiu que as instituições financeiras formassem Holdings financeiras (“*financial holding company*”), que passaram a poder se engajar em todas três indústrias. (KOMAI & RICHARDSON, 2011: 24)

A intensificação da competição financeira global, portanto, promoveu e ocorreu em função de influência mútua com os processos regulatório e de alargamento patrimonial das instituições. Em outras palavras, os bancos assumiram a liderança dos

⁶³ O colapso dessa indústria ocorreu na esteira dos choques inflacionários da década de 1970. Sua estrutura regulatória impedia que as instituições operassem lucrativamente em um contexto com inflação superior a 6%: “*Regulations capped interest on deposits, S&L’s principal source of funds, at 6%. Regulations capped interest on home loans, S&L’s principal investment, at 6%. When inflation and (nominal) interest rates rose above 6% during the 1970s, S&L’s could not operate profitably.*” (KOMAI & RICHARDSON, 2011: 24)

processos, redefinindo suas estratégias e influenciando na (des)construção das regras e normas reguladoras de suas próprias atividades. Esse processo também se observou em outros países. A desregulação financeira fomentou a diversificação das atividades por conta da eliminação das segmentações entre as atividades de bancos comerciais e de investimentos. Concomitantemente, a intensificação da concorrência também favoreceu a concentração observada pelos processos de fusões e aquisições.

Com relação aos efeitos dessa última tendência, em Cintra e Freitas (2000) já se destacava que a concentração maciça de capital nos setores financeiros, com o advento das fusões e do surgimento de várias megainstituições seria nocivo à noção de risco sistêmico. Por conta da interconexão dos diferentes mercados, nacionais e internacionais, pela utilização de novos instrumentos financeiros, não registrados nos balanços, poderia ocorrer, como de fato ocorreu, a queda na transparência das transações, dificultando a supervisão dos riscos. Ainda lembrando do famoso episódio de falência do Fundo de Hedge *Long Term Capital Management*⁶⁴, os autores destacaram a possibilidade de reforço do risco moral, já que as instituições se tornavam grandes demais para quebrar (*too big to fail*).

Com efeito, de acordo com os mesmos autores, o processo de concentração bancária, que se observava no início dos anos 2000, estava inserido nesse movimento mais amplo de reestruturação do sistema financeiro norte-americano, marcado pela consolidação dos supermercados de serviços financeiros:

Os bancos comerciais encontraram formas de operar nos mercados de capitais como corretoras, administradoras de fundos mútuos e bancos de investimento, realizando negociação, subscrição e lançamento de títulos e comercialização de cotas de diversos tipos de fundos. A maioria dos bancos organizou-se como *multibank holding companies*, as quais são de fato geridas em termos consolidados. (CINTRA & FREITAS, 2000: 158)

Ao mesmo tempo, a alavancagem passaria a ser também um recurso competitivo dos bancos. Tal como os fundos de *hedge*, os bancos perceberam que operando alavancados poderiam responder à queda da taxa de retorno oriunda da intensificação da competição no setor.

⁶⁴ Fundo de Hedge com base em Greenwich, Connecticut nos EUA, fundado em 1994, que ficou famoso por contar com dois ganhadores do prêmio Nobel dentre seus líderes, Myron S. Scholes e Robert C. Merton. Quase levou o sistema financeiro global ao colapso como resultado de operações de arbitragem de alto risco no ano de 1998. Foi recapitalizado e dissolvido sob supervisão do Fed.

Dinâmica relevante ao cenário que produz a crise, a operação alavancada esbarrava, contudo, em três obstáculos. O primeiro era a volatilidade dos preços globais dos ativos, o segundo o custo básico dos recursos que seriam captados para a alavancagem, e o terceiro a necessidade dos bancos subitamente encontrarem acesso a largas quantias de recurso. (TORRES, 2014).

O primeiro dos obstáculos foi transposto com a prática de uma política macroeconômica moderada, a qual Ben Bernanke chamou de *Great Moderation*⁶⁵ (do final dos anos 1990 até 2006), que reduzia severamente este risco. Tinha-se a noção de que o banco central norte-americano atuaria em função de conter, frente a qualquer indício de crise, o ganho de proporções da mesma mediante medidas fortes se necessário.

O segundo limite foi superado pela política de juros adotada pelo Fed após o choque Volcker. As taxas de juros básicos da economia estadunidense entraram numa trajetória de queda e foram deliberadamente mantidas baixas por alguns anos pelo banco central estadunidense, o que atuou em função de diminuir o preço do crédito nos mercados internacionais.

O terceiro entrave foi solucionado pelo crescimento no número de instituições financeiras e mercados especializados em operações de crédito de curto prazo, fruto da liberalização e desregulação dos mercados financeiros ao redor do globo.

Algumas dessas instituições formam um sistema específico, conhecido como *global shadow banking system* (FARHI E CINTRA, 2009), ou “sistema financeiro sombra” (TAVARES, 2009). Constitui-se de instituições financeiras não afeitas à regulação e que, operando alavancadas, oferecem crédito de curto prazo no mercado interbancário internacional⁶⁶.

Segundo Farhi e Cintra (2009: 282), o *Global Shadow Banking System* se constituiu como recurso de ampliação dos ganhos do capital financeiro porque permitiu

⁶⁵ BERNANKE, Ben (2004). “The Great Moderation”, Discurso proferido na Eastern Economic Association, Washington, Federal Reserve. Url: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm> apud Torres (2014).

⁶⁶ “A multiplicação de derivativos especiais de crédito e a criação de fundos de securitização (hedge funds), sem base de sustentação e sem supervisão bancária deram lugar a um vasto “sistema financeiro sombra”. As instituições deste “sistema” operam nos mercados monetários como se bancos fossem (tomando a curto e emprestando a longo prazo) só que a um nível de alavancagem muito superior, sem possuírem seguro para os seus depositantes (investidores) nem, obviamente, qualquer emprestador de última instância que lhes garantisse liquidez em momentos de crise. Foi este sistema que entrou em colapso a partir da crise do “sub-prime”.” (TAVARES, 2009: 3).

que os bancos, através de operações de derivativos financeiros no mercado de balcão (não supervisionado) lograssem diminuição dos riscos dos ativos em seu balanço patrimonial, permitindo, portanto, maior alavancagem.

Essa operação de alavancagem ocorre da seguinte maneira: os bancos reúnem os vários títulos de crédito dos empréstimos que possuem, formando um único ativo. Por exemplo, os créditos hipotecários que possuem como garantia os imóveis dos clientes – as hipotecas funcionam como colateral do ativo, diminuindo seu risco. Depois eles os enviam às agências de classificação de risco, que devem analisar o risco daqueles ativos pagarem o rendimento previsto no título. Isso significa analisar quais são os tipos de clientes, o mercado originário e a estrutura que forma o ativo.

Após a classificação, os bancos podem realizar a venda dos mesmos nos mercados secundários. Quanto melhor a classificação, maiores serão os preços de comercialização desses títulos e melhores os rendimentos dos bancos com esse tipo de operação. Quem adquire esses títulos são normalmente investidores internacionais. Aqueles que procuram maior rentabilidade vão adquirir os títulos com risco maior, como fazem os Fundos de Hedge. Aqueles que procuram maior segurança irão adquirir os de rendimento menor, como fazem alguns Fundos de Investimento.

O banco que originou os créditos e que emitiu o título lastreado nas hipotecas, ao vender o título no mercado secundário se livra do risco de inadimplência dos seus clientes. Dessa maneira, diminui o risco do crédito concedido, ao mesmo tempo em que angaria fundos para novas operações. Ao aliviar o risco de seu balanço patrimonial pode operar com margem mais folgada de riscos.

Segundo Farhi e Cintra (2009) esse tipo de negociação ocorria nos mercados de balcão de derivativos criando uma relação “inextricável” entre o *global shadow banking system* e os bancos. A busca pela lucratividade, com base na alavancagem, como descrita anteriormente é a principal motivação dos bancos:

Os bancos buscaram diversas formas de retirar os riscos de seus balanços com o objetivo de alavancar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos acordos de Basileia. Fizeram isso de diversas formas: adquirindo proteção contra os riscos de crédito nos mercados de derivativos, securitizando créditos com rendimento atrelado aos reembolsos devidos pelos tomadores de empréstimos e criando diversos veículos especiais de investimento (*Special Investment Vehicles* ou SIV), *conduits* ou SIV-lites.” (FARHI E CINTRA, 2009: 283)

Por sua vez, essas instituições não sujeitas às normas prudenciais de Basileia encontraram uma excepcional atividade de lucros. Captavam recursos emitindo títulos de curto prazo e os investiam nesses títulos de longo prazo de crédito bancário securitizado. Em seguida, através da alavancagem, realizavam a mesma operação. Outra operação lucrativa disponível era a de oferecer derivativos protegendo as operações de crédito dos bancos.

Em suma, a arquitetura financeira internacional que se desenvolve nos marcos da globalização financeira, permite e induz os grandes bancos a atuarem alavancados⁶⁷, levando a uma crescente valorização de ativos e crescimento dos mercados de derivativos e securitização.

Com efeito, a diversificação da atuação dos bancos é relevante para a expansão do mercado de capitais. Securitizam parte significativa de seus ativos (empréstimos), e são responsáveis por transferir recursos entre agentes deficitários e superavitários. Negociam *securities*, estruturam derivativos, gerenciam carteiras de investimentos, e ainda realizam empréstimos a investidores e outros intermediários financeiros que atuam no mercado. A dinâmica desse sistema é volátil e especulativa, conforme já mencionado.

A atuação como emprestadores é relevante ao funcionamento do mercado porque os bancos são as únicas instituições que possuem acesso ao meio de pagamento em última instância, que é a moeda emitida pelos Bancos Centrais. Nesse sentido, conforme destaca Prates (2005: 272), atuam como *Market makers*.

Diante de um contexto de incerteza, assimetria de informação, diferença de poder, e preferência pela liquidez, os grandes atores dos mercados financeiros (investidores institucionais, grandes bancos e tesouraria das grandes empresas), atuam criando estratégias a partir de suas expectativas para os movimentos de preços. Pelo grande peso de mercado que possuem, suas estratégias ganham status de convenção e são copiadas por investidores com menores recursos de informação, liquidez e operação. Nesse sentido, o movimento de crise pode ser explicado pela dinâmica sistêmica do setor financeiro, conforme destaca Prates (2005: 273):

⁶⁷ A criação de fundos de hedge associados aos bancos criou, ainda, uma nova etapa na competição entre os mesmos. Os demais fundos de hedge não contavam com a marca nem com o acesso a crédito de baixo custo para realizar suas operações. Dessa maneira, os fundos associados aos bancos se hipertrofiaram por conta da maior alavancagem praticada (em alguns casos chegando até 35 vezes o capital próprio).

Suas estratégias [fundos mútuos e de pensão, grandes bancos e tesouraria das grandes empresas, formadores de convenções] são mimetizadas pelos demais investidores de menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços.

Foi nos marcos desse sistema monetário e financeiro dinâmico que ocorreram as crises da década de 1990 e mais recentemente a crise de 2007/2008⁶⁸. Sua dinâmica acelerada de criação de riquezas em um ambiente desregulado é entendida pelos especialistas como uma das principais causas estruturais da crise. Daí os desejos e expectativas de transformação regulatória, inclusive com a formação de uma suposta reforma da governança econômica global centrada no G20. Conforme destacado por Ramos et al. (2012: 12), na cúpula do G20 em Washington, realizada em 15 de novembro de 2008: “A falta de mecanismos regulatórios suficientes para o setor das finanças e a falta de uma política de coordenação macroeconômica clara entre as maiores economias do mundo seriam as causas da crise”.

1.4 Conclusões

Conforme procurou-se demonstrar, o sistema monetário e financeiro que se formou, em conformidade às decisões políticas norte-americanas de solução dos dilemas da década de 1970, será guiado pela atividade dinâmica na esfera econômica, mas também na esfera política por parte das instituições financeiras, em particular os bancos. Essas pressionarão pelo alargamento de seu espaço de acumulação e apoiadas sobre o poder do Estado, essencialmente o norte-americano, conquistarão uma privilegiada posição dentro do sistema financeiro internacional, ajudando a sustentar o arcabouço político através da dinâmica econômica fornecida pelo sistema:

É essa dinâmica financeira característica dos mercados de capitais americanos, profundamente instáveis, que comanda a gestão da riqueza e do crédito americano, bem como de grande parte da riqueza mundial. Ela se impôs como paradigma ao resto do mundo, fornecendo a dinâmica da globalização financeira, ancorada nos títulos do Tesouro americano, na dimensão e sofisticação dos seus mercados de ativos privados (ações, títulos e moedas), nos portfólios diversificados dos investidores institucionais, nas operações cambiais estruturadas com instrumentos derivativos pelos bancos e na atuação das grandes empresas americanas que se transnacionalizaram, levando suas formas de produção e gestão. (BRAGA & CINTRA, 2005: 287)

⁶⁸ Para análises detalhadas das causas da crise vide: Gowan (2009); Torres (2014); Wade (2008).

Conforme previamente exposto, entende-se que a relação entre o poder militar e o poder financeiro dos Estados Unidos repousa sobre a capacidade do pentágono realizar largos investimentos em tecnologia militar em função da ausência de constrangimentos significativos pela posição do dólar como moeda internacional e de Wall Street como centro financeiro mundial. A estrutura do sistema financeiro e monetário internacional, e a particular assimetria do mesmo, permitem aos EUA garantirem uma capacidade de autofinanciamento exuberante. As instituições financeiras desempenham papel importante na manutenção da dinâmica econômica e na centralidade de Wall Street, pois há uma relação entre o espaço de acumulação excepcional das megainstituições financeiras e os privilégios sistêmicos políticos dos EUA.

Peter Gowan (2003: 185-187), expõe o que ele entende como a característica dialética da globalização. Este autor interpreta que o denominado *Dollar Wall-Street Regime* (DWSR) permitiu aos Estados Unidos a despreocupação, ou no mínimo, uma menor preocupação com os ajustes macroeconômicos aos quais outros países se dedicam. Além disso, o crescimento de Wall Street permitiu o desenvolvimento de uma relação de dependência entre o crescimento da economia produtiva estadunidense e a liquidez proveniente do mercado de ações e títulos, tendo sido uma das principais características para a manutenção do surto de prosperidade interna americana observado a partir da retomada dos anos 1980.

Dessa maneira, ainda de acordo com o autor, esse padrão estrutural, de benesse a partir do fluxo financeiro em direção ao centro financeiro de Wall Street, fomenta nas autoridades políticas dos EUA um interesse vital em manter um padrão internacional de relações monetárias e financeiras volátil, pois é nesse contexto que o funcionamento propiciado pela arquitetura financeira internacional atual se manifesta, não como aberração, mas como indutora de uma dinâmica sistêmica essencial ao interesse nacional norte-americano. Quer dizer que, quando os fundos de hedge produzem instabilidade nos mercados internacionais, eles reforçam a centralidade do dólar e de Wall Street, criando as condições necessárias para a manutenção do crescimento econômico do país.

Sua interpretação, contudo, transparece o entendimento de que a elite política dos Estados Unidos, independentemente do partido e orientação ideológica possui uma consciência política e interesses muito claramente definidos acerca da importância

concreta da volatilidade dos mercados e da desregulação financeira e do neoliberalismo como saída discursiva para expansão do poder do país na esfera econômica. Não se compartilha, neste trabalho, contudo, dessa opinião.

Em linha com as escolhas conceituais expostas previamente, entende-se que é um equívoco assumir que toda a liderança política estadunidense está capturada, inserida, ou mesmo, é em si, parte de uma classe política com plena consciência macrofinanceira e macropolítica internacional, a orquestrar a manutenção da arquitetura financeira internacional. São vários agentes, alguns difusos, outros organizados, que atuam influenciados pelas grandes estruturas de poder internacional, que possuem a característica de permanência nessa atual conjuntura histórica.

Nesse sentido, este trabalho advoga que as estruturas do Poder norte-americano, como reconfiguradas a partir dos desafios políticos dos anos 1970 possuem uma relação de auto sustentação. Sua proposta interpretativa é de que os desafios de regulação financeira internacional devem ser compreendidos dentro desse arcabouço estrutural.

O próximo capítulo abordará a Crise financeira de 2007/2008, analisando-a a partir da arquitetura financeira internacional. O foco recairá, também, no comportamento das autoridades políticas nacionais no pós-crise e nas demandas de regulação observadas internacionalmente. Ademais, analisam-se as especificidades da regulação financeira internacional de uma forma geral, e no último item, os esforços de regulação do pós-crise e seu impacto sobre o funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional.

CAPÍTULO 2 – Crise de 2007/2008, pós-crise e regulação financeira internacional

“Why, despite the depth and scale of contemporary crises, particularly those associated with finance and capital accumulation since 2007, is the prevailing response still, at the time of writing, defined by the dominant neoliberal narratives, institutions, actor and expert communities? Why has this deep crisis of global capitalism not provoked a deep crisis of legitimacy, a crisis in dominant forms of rule or a turning point in global leadership? How far can we expect this to continue to be the case?” (GILL, 2011: 9)

“Com efeito, ou estou muito enganado ou então o capitalismo não poderá ruir por si, por uma deterioração que seja “endógena”; para esse desmoronamento seria necessário um choque exterior de extrema violência e uma solução de substituição confiável. O peso gigantesco de uma sociedade e a resistência de uma minoria dominante sempre prevenida, cujas solidariedades são hoje mundiais, não se abalam facilmente com discursos e programas ideológicos ou sucessos eleitorais momentâneos.” (BRAUDEL, 2009: 581)

“At issue is the role of markets versus governments in the management of international capital. Are we better off if the phoenix rules the roost? Or do we simply have no choice?” (COHEN, 1996: 280)

Até aqui foram destacadas as origens do sistema monetário e financeiro globalizado contemporâneo. Com base na teoria do Poder Global, (Fiori, 2005a; 2005c; 2014), foi explorada uma perspectiva conceitual baseada na noção de sistema interestatal capitalista e no movimento de acumulação de poder e riqueza, assumido pelas unidades de poder presentes no mesmo. Um movimento sistêmico, e que não se esgota. Ademais, para buscar compreender o funcionamento desse sistema e oferecer uma visão mais específica da articulação entre poder e dinheiro, foi utilizado o conceito de Poder Estrutural, enfatizando a relação de sustentação entre as estruturas de poder (segurança, produção, financeira e conhecimento). Complementou-se a interpretação com a noção acerca da Hierarquia de moedas, observada no cenário internacional e da tendência endógena ao risco dos sistemas financeiros.

Nesse sentido, foi analisado o surgimento do atual SMFI, situando suas origens históricas nos desafios enfrentados pela hegemonia norte-americana, advindos da crise da década de 1970. Procurou-se ressaltar que as origens do sistema são políticas, o que evidencia a importância da relação entre as diferentes estruturas do poder internacional para a conformação de uma ordenação que permita o pleno funcionamento do sistema interestatal capitalista nos marcos da globalização financeira.

Em sequência ensejou-se uma análise descritiva sobre o funcionamento do sistema financeiro internacional e sua arquitetura, como desenvolvida a partir da década de 1980

em relação ao movimento de “retomada” dos Estados Unidos, no cenário econômico e político internacional. Como foco, foram explorados o surgimento das inovações financeiras, e o desenvolvimento de renovadas dinâmicas de acumulação com base na desregulação, desintermediação, securitização e alavancagem.

Todo esse caminho interpretativo se justifica pelo objetivo de analisar o fenômeno de surgimento e alcance das iniciativas de regulação financeira internacional surgidas após a crise de 2007/2008. Com efeito, a preocupação deste trabalho é a de propiciar uma compreensão estrutural, do ponto de vista do poder dos EUA, sobre a manutenção do *status quo* no nível de regulação financeira, que se observa pela continuidade no funcionamento estrutural da economia internacional, mesmo após a crise de 2007/2008.

Em conformidade com o exposto e perante a demanda ilustrada, a seguir, serão analisados, à luz da arquitetura financeira internacional, os eventos que levaram à crise financeira, bem como seus desdobramentos. Também serão exploradas, em breve análise, as demandas regulatórias ensejadas, a ação das autoridades internacionais para conter os efeitos negativos da crise, e as iniciativas regulatórias efetivadas.

Dessa maneira, o texto que segue se divide, em três itens. O primeiro tratará da crise, das limitações ou fracassos no modelo pré-crise de regulação, e das demandas regulatórias.

No segundo item do capítulo, serão observadas as respostas das autoridades perante a crise. Procura-se desenvolver a hipótese de que a atuação dos Estados Unidos, utilizando os *swaps* com Bancos Centrais de economias relevantes, foi fundamental para conter os efeitos negativos sobre o sistema. O G20, iniciativa resgatada no bojo da crise, foi menos importante, embora tenha oferecido contribuição para a coordenação e legitimação dos esforços internacionais contra os efeitos negativos da contração de liquidez internacional. Observou-se ainda um terceiro fenômeno significativo, o da manutenção do dólar na posição de moeda internacional, frustrando as previsões e expectativas de rearranjo monetário internacional, evidenciando a continuidade dos arranjos estruturais do Poder americano.

A terceira parte deste capítulo abordará a regulação financeira internacional. A partir de uma breve exposição histórica recente, procura-se analisar os casos do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) e o Acordo de Basileia III. Ao final se expõem as conclusões do capítulo.

2.1 Crise e demandas regulatórias

A falência do mercado financeiro norte-americano observada na crise do *subprime* e os efeitos de contração da liquidez a nível internacional são um ponto excepcional na

história das crises financeiras recentes. Isso decorre dos reflexos econômicos negativos da contração de riqueza financeira sobre a economia real dos países centrais:

At the end of 2008, the financial system teetered on the brink of collapse and credit for businesses and households had seized up. Home prices were steadily declining, with no bottom in sight (...) (...)A total of \$16 trillion in wealth was erased by the financial and housing crisis, causing families to pull back on spending plans, reduce personal debt and increase savings, in turn leading companies to cut back hiring, lay off valued employees, and halt investment plans. In short, the economy was caught in a downward spiral, where consumers were pulling back because they had less income and feared job loss, businesses pulled back and reduced employment even further, and around this vicious cycle went. (COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, 2013: 22-23).

Apesar das características únicas, Torres (2014: 434) identifica que o colapso do mercado imobiliário norte-americano em 2008 não pode ser considerado um fato isolado, haja visto que existiram outras crises desde que o sistema financeiro globalizado contemporâneo se consolidou em 1985. O efeito negativo produzido em escala global, em especial nas economias centrais, é, entretanto, um ponto específico e único deste acontecimento. As crises passadas, apesar de produzirem reflexos globais, não haviam afetado significativamente o nível de emprego e liquidez nas economias desenvolvidas.

Discurso proferido por Barack Obama na Casa Branca em 17/06/2009, anunciando o lançamento das discussões que levariam ao *Dodd-Frank Act*⁶⁹, oferece um *insight* sobre a excepcionalidade do impacto da crise do *subprime*. A avaliação da gravidade da situação econômica, do descontentamento da população e a importância de uma reforma regulatória são pontuadas pelo presidente:

Now, we all know the result: the bursting of a debt-based bubble; the failure of several of the world's largest financial institutions; the sudden decline in available credit; the deterioration of the economy; the unprecedented intervention of the federal government to stabilize the financial markets and prevent a wider collapse; and most importantly, the terrible pain in the lives of ordinary Americans.

(...) Millions of Americans who've worked hard and behaved responsibly have seen their life dreams eroded by the irresponsibility of others and by the failure of their government to provide adequate oversight. Our entire economy has been undermined by that failure. So the question is, what do we do now? We did not choose how this crisis began, but we do have a choice in the legacy this crisis leaves behind. So today, my administration is proposing a sweeping

⁶⁹ O *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* é uma lei federal, introduzida no ano de 2009, sob o número H.R. 4173 no 111º no Congresso dos Estados Unidos, como resposta de estabilidade, transparência e segurança para os consumidores à crise financeira e econômica de 2008. Segundo declarou o Presidente Obama em 17 de Junho de 2009: “*This new foundation also requires strong, vibrant financial markets, operating under transparent, fairly-administered rules of the road that protect America's consumers and our economy from the devastating breakdown that we've witnessed in recent years.*” (OBAMA, 2009)

overhaul of the financial regulatory system, a transformation on a scale not seen since the reforms that followed the Great Depression.

O alcance e gravidade da crise, a despeito de provocar insatisfações reconhecidas e assumidas publicamente pelas autoridades, não produziu efeitos contundentes na regulação financeira. Uma “transformação, em escala, como não vista desde a Grande Depressão”, conforme mencionado pelo Presidente Barack Obama, é uma promessa que a literatura especializada não reconhece como efetivada.

Um dos passos para se compreender o fenômeno de manutenção do status-quo, objeto deste estudo, é o de se analisar a crise financeira em questão e compreender suas causas em relação ao quadro interpretativo já desenvolvido, assim como as demandas regulatórias surgidas. Espera-se com isso, propiciar uma compreensão específica sobre os esforços políticos e econômicos do pós-crise, dentre eles o de definição e “reforma” da regulação financeira internacional.

Dessa forma, serão expostos, neste item, os eventos que levam à crise e como a arquitetura financeira internacional permitiu que sua estrutura tenha criado uma expressão de colapso financeiro com alastramento de efeitos negativos pela contração da liquidez.

Serão analisados os eventos que levaram ao estopim do colapso financeiro. A hipótese de interpretação para a crise é a de que esta ocorreu porque a arquitetura financeira internacional, em seu modelo de funcionamento e regulação, fracassou em conter o risco sistêmico, advindos da alavancagem excessiva e da falha na precificação e difusão do risco. No subitem seguinte, expõe-se as demandas regulatórias ensejadas pela crise.

2.1.1 CRISE, ARCABOUÇO REGULATÓRIO CONSOLIDADO E SEUS EQUÍVOCOS

Para se compreender a crise, é preciso ter em mente, que a inflação de uma bolha de ativos financeiros originados no mercado imobiliário dos EUA foi expressão do tipo de funcionamento do mercado financeiro norte-americano, abordado no último item do capítulo anterior.

Um fenômeno gerado pela securitização e venda dos empréstimos imobiliários pelo mercado financeiro global, operações de *hedge* e crescente alavancagem de posições sobre esses ativos, permitindo hipertrofia financeira, motivada pela contínua expansão do valor dos ativos. Ainda, conforme será ressaltado, o arcabouço regulatório dessa

arquitetura financeira se mostrou insuficiente perante a dinâmica especulativa assumida pelo mercado financeiro.

A crise financeira de 2007/2008 teve como estopim a desvalorização dos ativos chamados de CDOs (*Collateralized debt obligation*)⁷⁰, originados a partir da união de diversos títulos hipotecários, oriundos do mercado imobiliário norte-americano. A expansão de crédito barato à tomadores de maior risco – daí a denominação *subprime* (sub ótimo) – havia criado um grande volume de empréstimos de qualidade duvidosa que foram empacotados como CDOs e vendidos por todo o mercado financeiro global.

Em linha com a dinâmica de funcionamento da arquitetura financeira internacional, a expansão desse tipo de endividamento esteve inserida em um contexto de grande confiança na solvência do mercado imobiliário dos EUA, sustentada pela crescente valorização dos ativos imobiliários nos anos pré-crise (principalmente casas), que serviam como garantia (colateral) dos empréstimos.

Segundo Farhi e Cintra (2009), a partir de junho de 2007 as agências de classificação de risco começaram a rever as classificações dos títulos lastreados em hipotecas residenciais (*Residential-Mortgage-Backed Securities* – RMBS), assim como dos CDOs.

As reconsiderações de classificação seguiram o aumento da inadimplência no setor imobiliário *subprime*. Isto é, as pessoas deixaram de honrar os pagamentos parcelados dos empréstimos de suas casas. Com o crescimento do índice de inadimplência de determinados segmentos de hipotecas residenciais nos EUA, os títulos (CDO'S) que haviam sido montados a partir desses empréstimos perderam valor e foram reclassificados pelas agências de risco.

Nesse sentido, produziu-se instabilidade na posição de liquidez dos bancos que possuíam títulos de classificação máxima, como parte significativa desses CDOs, na estrutura de seu balanço patrimonial. As instituições financeiras foram, assim, obrigadas a reestruturar suas operações e diminuir sua exposição e alavancagem. Um dos exemplos é lembrado por Borça Jr & Torres Filho (2008) e Farhi & Cintra (2009), quando, em

⁷⁰ Os CDOs são títulos compostos de várias camadas, chamadas de tranches, compostas pelo fluxo de pagamentos oriundos de títulos hipotecários. Milhares de empréstimos hipotecários são agrupados para formar um título, denominado de MBS (*mortgage backed securities*). Até 150 MBS são colocados dentro de um único CDO. Alguns dos CDOs possuem como colateral (garantia) o fluxo de algumas tranches de outros CDOs. Toda essa complexidade torna muito difícil a precificação dos mesmos.

agosto de 2007, o BNP Paribas Investment Partners suspendeu o resgate e subscrições em três de seus fundos de investimentos⁷¹.

Ocorrências como essas foram seguidas de outras igualmente excepcionais, levando as autoridades monetárias a intervir nos mercados. O Fed e o Banco Central Europeu (BCE) realizaram operações para garantir liquidez. Mais tarde, os bancos centrais de Inglaterra, Suíça, Canadá, Japão e Suécia também interviram conjuntamente. O Bundesbank interviu no banco alemão IKB e a *American Home Mortgage Investment Corporation* faliu. (Brunnermeier, 2009: 84)

Seguindo a deterioração das condições de mercado, em março de 2008, o Bear Sterns, quinto maior banco de investimentos norte-americano teve sua falência impedida pela extensão de uma linha de crédito do Fed ao JP Morgan Chase no valor de US\$ 30 bilhões de dólares, para que esse último adquirisse, com significativa desvalorização, o primeiro.

Nesse momento aparece a primeira manifestação estratégica clara da autoridade monetária dos EUA pela garantia do sistema. O Bear Sterns, por ser um banco de investimento, diferente dos bancos comerciais, não era supervisionado pelo Fed, e nem possuía acesso às operações de redesconto. Se fosse seguida a legislação norte-americana, o correto seria permitir a falência da instituição. Contudo, os efeitos negativos seriam graves ao sistema.

Ainda no início de 2008, algumas figuras de destaque na análise da economia internacional declararam que o pior da crise já havia passado. Porém, em julho do mesmo ano veio à falência o IndyMack Bank, instituição que fazia parte do *Federal Savings Bank*, conjunto de instituições especializadas em crédito hipotecário. A *Federal Deposit Insurance Corp.* (FDIC) interviu para garantir os depósitos até US\$ 100 mil, como previa sua regulamentação.

Concomitantemente, as duas principais instituições provedoras de liquidez ao mercado imobiliário norte-americano, a Fannie Mae e a Freddie Mac⁷², foram atingidas pelos problemas de liquidez. Responsáveis por fornecer liquidez ao mercado imobiliário, logravam captar recursos pagando pouco mais do que os títulos do tesouro norte-americano, oferecendo remuneração apenas ligeiramente superior. Conseguiram, assim,

⁷¹ Para uma análise que descreva as diversas falências e eventos de crise, além dos trabalhos já referenciados, vide Brunnermeier (2009).

⁷² *Federal National Mortgage Association; Federal Home Loan Mortgage Association*. Agências privadas garantidas pelo governo norte-americano (*government sponsored enterprises*).

um nível de alavancagem grande, tendo um patrimônio relativamente limitado. Perdas em suas carteiras poderiam, portanto, rapidamente expor essas instituições a problemas de solvência oriundos de desequilíbrios patrimoniais.

Com o preço das casas subindo, o risco de descasamento nas posições patrimoniais era pequeno, porém, a queda no preço dos imóveis, que funcionavam como garantias dos empréstimos, e o aumento da inadimplência, expôs as empresas a desequilíbrios patrimoniais, com o agravante do encarecimento do crédito interbancário.

Em decorrência, segundo Farhi e Cintra (2009), a administração Bush solicitou ao Congresso um pacote de auxílio financeiro às instituições. A posição de ambas era sensível, com dívidas girando em torno de US\$ 800 bilhões (Fannie Mae) e US\$ 740 bilhões (Freddie Mac).

Essas companhias ainda garantiam títulos hipotecários já emitidos e vendidos pelo mundo no valor de aproximadamente US\$ 4,6 trilhões. Títulos que, dada sua segurança, compunham o patrimônio de várias instituições financeiras internacionais, e, ainda, reservas internacionais de países como China e Japão: “Em junho de 2008, a dívida total das agências federais americanas detida por estrangeiros somava US\$ 1,66 trilhão, sendo US\$ 1,1 trilhão em portfólios de credores oficiais e US\$ 557 bilhões em credores privados.” (FARHI E CINTRA, 2009: 278)

A falência do Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 veio a ser o ponto mais agudo da crise, manifestando seus primeiros contornos sistêmicos. O quarto maior banco de investimento norte-americano anunciou um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões no terceiro trimestre daquele ano e teve de entrar com pedido de concordata na Corte de Falências de Nova Iorque. O governo optou por não estender linha de crédito, nos moldes do Bear Sterns, às instituições que tinham interesse em assumir o controle do banco, como o Bank of America e o Barclays. (BORÇA JR E TORRES FILHO, 2008).

Essa decisão acarretou impactos sistêmicos significativos: “Ela acarretou a paralisação das operações interbancárias e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global.” (FARHI E CINTRA, 2009: 278)

Em seguida à falência do Lehman Brothers, o Merrill Lynch foi adquirido pelo Bank of America, o Goldman Sachs e o Morgan Stanley foram permitidos se transformarem em *holdings* financeiras, passando à cobertura do Fed, com acesso às

operações de desconto. Foi o fim da era dos grandes bancos de investimento independentes.

Com o alastramento das expectativas negativas pelo sistema, a perda de confiança se consolidou e instituições financeiras de outras naturezas passaram a sofrer impactos com corridas bancárias, como Fundos de Hedge, seguradoras e fundos de investimento.

Os bancos universais também foram atingidos pela crise. Suas operações com hipotecas e a inadimplência das mesmas os obrigaram a recorrer aos mercados de dinheiro, pagando cada vez mais para solucionar seus desequilíbrios patrimoniais. O pânico e as expectativas negativas advindas da falência do Lehman Brothers dificultaram consideravelmente a captação de recursos por parte dos bancos. Daí surgiram as necessidades de injeção de capital público nos mesmos, um recurso utilizado em várias economias do mundo:

Na área euro, por exemplo, os recursos públicos disponibilizados para tentar restaurar a confiança do sistema financeiro somaram € 2 trilhões, o equivalente a 22,5% do PIB regional. Outros países – tais como Canadá, Coreia do Sul, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Noruega, Suécia Reino Unido etc. – efetuaram programas estimados em € 898.2 bilhões. (FARHI E CINTRA, 2009: 280).

A súbita contração da liquidez a nível internacional e o encarecimento dos mercados de crédito, desdobramentos que reforçaram a instabilidade financeira, justificando a intervenção pública, possuíram como um de seus componentes as chamadas SIVs. *Special Investment Vehicles*, são pessoas jurídicas criadas pelos bancos para atuarem fora da regulação existente, propiciando a ‘limpeza’ de seus balanços.

Foram concebidas para funcionarem como instituições independentes, pagando taxas de serviço aos bancos originadores dos títulos, mas sem que houvesse qualquer compromisso ou obrigações entre os bancos e as mesmas. Captam recursos através da emissão de títulos de crédito de curto prazo e os utilizam para assumir posições no mercado de derivativos, adquirindo os títulos emitidos pelos bancos⁷³.

Em 2007, quando os bancos não tinham mais demanda para as muitas operações de ativos de alto risco que ainda estavam sendo originadas, utilizaram as SIVs como: “*buyer of last resort for the ocean of new MBSs and CDOs emanating from investment banks.*” (CROTTY, 2009: 570).

⁷³ “Tornaram-se, dessa forma, participantes do mercado de crédito, obtendo recursos de curto prazo com os quais financiavam operações de longo prazo (hipotecas de 30 anos, por exemplo), atuando como quase-bancos.” (FARHI E CINTRA, 2009: 285).

Tomando-se a origem das SIVs, não haveria problemas de contágio e elas sofreriam suas perdas sem impactar os bancos. Contudo, em conformidade com a dinâmica da arquitetura financeira, para que os títulos emitidos pelas empresas fossem bem classificados pelas agências de risco (aspecto indispensável para que os juros fossem baixos nas emissões), os bancos precisaram garantir linhas de crédito a suas SIVs, ficando atrelados a elas⁷⁴.

Nesse sentido, somando-se ao contexto de deterioração do mercado de papéis de curto prazo, a perda de capital dos bancos gerada pela desvalorização de ativos mantidos em seus balanços foi agravada pela realocação no balanço patrimonial dos ativos desvalorizados, oriundos das SIVs, erodindo ainda mais o capital dos bancos. Reforçou-se, assim, a tendência à diminuição do risco mediante elevação das taxas de juros cobradas e o corte de empréstimos a outras instituições financeiras, famílias e empresas.

Neste ponto, pode-se observar uma das fragilidades da arquitetura financeira internacional. A integração dos mercados globais, somada à desregulação, permitidas pela globalização financeira, acarretam situações de contágio. Em contextos de crise no mercado interbancário e consequente liquidez retida, há um espraiamento dos efeitos negativos da crise:

But securitization and funding via tightly integrated global capital markets simultaneously created channels of contagion in which a crisis that originated in one product in one location (US subprime mortgages) quickly spread to other products (US prime mortgages, MBSs, CDOs, home equity loans, loans to residential construction companies, credit cards, auto loans, monoline insurance and auction rate securities) and throughout the world. (CROTTY, 2009: 574)

O fato de instituições possuírem em seus balanços ativos semelhantes, oriundos dos mesmos mercados, é, nesse sentido, uma característica que amplia a fragilidade sistêmica, pois quando esses ativos perdem valor, atingem vários balanços ao mesmo tempo. Ademais, a liquidação de outros ativos em função de levantar capital também produz efeitos negativos no sistema. O fracasso de uma instituição pode, assim, se espalhar.

⁷⁴ “SIVs were supposed to be stand-alone institutions that paid service fees to the originating banks, but to which the originating banks had no obligations or commitments. They borrowed short-term in the commercial paper market and used this money to buy long-term, illiquid but highly profitable securities such as CDOs – a very dangerous game. To enable this commercial paper to receive AAA ratings and thus low interest rates, originating banks had to provide their SIVs with guaranteed lines of credit. This made the banks vulnerable to problems experienced by their supposedly independent SIVs.” (CROTTY, 2009: 570)

Com efeito, Brunnermeier et al (2009: 3-5) destacam 5 razões para que as externalidades de uma falência bancária sejam significativamente mais negativas em comparação a falências em outros setores da economia.

A **primeira** é a questão da informação contagiosa. Se um banco entra em falência, aquelas instituições que possuem perfil semelhante de negócios e estrutura de ativos e passivos sofrem com a queda de confiança do mercado. Alguns clientes retiram seus fundos do mercado, criando um problema de liquidez para as demais instituições. O clima de menor confiança e o contexto de saque de fundos pesa negativamente quando essas instituições tentam acessar os mercados de capitais, ampliando as dificuldades e preocupações com sua solvência.

A **segunda** externalidade está relacionada à dificuldade dos clientes do banco que faliu (Banco A) em acessar fundos. Como os demais bancos terão menos informações e uma relação nova com o cliente, a tendência é que esses clientes encarem condições mais duras de acesso ao crédito. Tal dificuldade se reflete na atuação econômica de empresas e famílias.

A **terceira** externalidade advém do fato de que bancos e outras instituições atuantes no mercado financeiro internacional costumam realizar muitas operações entre si. Essa relação não se contém ao mercado interbancário de empréstimos, também se estende às trocas de derivativos, *Credit Default Swaps* (CDS), etc.

A **quarta** externalidade está relacionada à desvalorização dos ativos a nível sistêmico e a problemas de liquidez e solvência. Geralmente, a falência ou o risco de falência de uma instituição a levará a procurar liquidar alguns ativos, depois de negar sua exposição, para reestruturar suas operações. No mercado financeiro, esse comportamento colocará uma pressão de baixa sobre os tipos de ativos escolhidos, levando a uma espiral de desvalorização dos mesmos (*fire sale*), uma vez que outras instituições também perderão com esse fenômeno e podem assumir o mesmo comportamento:

In short, there is an internal amplifying process (liquidity spirals) whereby a falling asset Market leads banks, investment houses, etc., to make more sales (deleveraging), which further drives down asset prices and financial intermediaries' assessed profit and loss and balance sheet net worth.
(BRUNNERMEIER ET AL, 2009: 5)

A **quinta** externalidade advinda de uma falência bancária está relacionada ao tipo de desalavancagem realizada. Para desalavancar suas posições, os bancos podem

aumentar os custos a seus clientes e emprestadores, ao invés de vender ativos, ou então, ao mesmo tempo em que o fazem.

Esse caminho produz restrição de crédito à economia, com reflexos como a diminuição da produção e queda nos preços de bens, serviços e ativos em geral. Uma vez generalizada, a tendência de diminuição aumenta a possibilidade de calote por parte dos demais emprestadores. Existe, nesse sentido, uma espiral amplificadora dos efeitos negativos da falência bancária. A restrição do crédito enfraquece a economia como um todo, levando a mais calotes e declínios nos preços dos ativos, causando ainda mais restrições de crédito e realimentando esse ciclo.

Essas externalidades destacadas apontam para a importância em se conter o risco sistêmico, e evidenciam a insuficiência do arcabouço regulatório focado na contenção do risco individual das instituições financeiras. Ademais, outras críticas são pertinentes às interpretações regulatórias dominantes no período anterior à crise financeira de 2007/2008.

As ideias que fornecem subsídio teórico ao arcabouço regulatório da arquitetura financeira internacional, em seu modelo pré-crise, defendem que os mercados de capitais, quando liberalizados, precificam corretamente os títulos e ativos com relação ao retorno esperado e aos riscos inerentes ao investimento.

Dessa maneira, os participantes do mercado podem realizar decisões ótimas que fazem com que o risco seja assumido apenas por aqueles que tenham a capacidade de manejá-lo. Mercados pouco regulados, portanto, minimizariam a ocorrência de crises financeiras e conseqüentemente a necessidade de intervenções dos governos.

Nesse sentido, a arquitetura financeira internacional possui uma estrutura regulatória “leve”: *“The NFA⁷⁵ is based on light regulation of commercial banks, even lighter regulation of investment banks and little, if any, regulation of the ‘shadow banking system’- hedge and private equity funds and bank-created Special Investment Vehicles (SIVs).”* (CROTTY, 2009: 564)

Como crítica a essa visão, a literatura revisada permite destacar que o nível de complexidade das inovações financeiras dificulta sua precificação. Sem a transparência necessária para se precificar um título que está largamente multiplicado no mercado, perde-se a eficiência do mercado em alocar os recursos corretamente, conforme supõe a

⁷⁵ A sigla NFA significa *New Financial Architecture*, e é a denominação oferecida pelo autor para marcar o contraste com a arquitetura financeira pré-globalização.

teoria dos mercados eficientes. No caso dos derivativos, conforme já mencionado, percebe-se que a explosão desses contratos possui relação com a lucratividade que a operação trouxe aos participantes do sistema, mais do que à dispersão do risco e eficiência do mercado.

Afinal, como observado no capítulo anterior, as instituições também atuam especulando, e a dinâmica de competição formada por essas práticas em um contexto de desmonte regulatório, tem como característica a crescente sofisticação dos instrumentos, ativos e operações realizadas. Para se ter uma noção da complexidade dos títulos de CDO, por exemplo, Crotty resgata a análise de um trabalho especializado em derivativos:

Even with a mathematical approach to handling correlation, the complexity of calculating the expected default payment, which is what needed to arrive at a CDO price, grows exponentially with an increasing number of reference assets [the original mortgages]... As it turns out, it is hard to derive a generalized model or formula that handles this complex calculation while still being practical to use. (CHACKO ET AL., 2006: 226)⁷⁶ apud (CROTTY, 2009: 567)

Em convergência, em relatório do Departamento do Tesouro sobre a necessidade de Reforma Regulatória, há o reconhecimento de que a complexidade dos novos produtos financeiros superou os sistemas de supervisão e mensuração de risco:

At some of our most sophisticated financial firms, risk management system did not keep pace with the complexity of new financial products. The lack of transparency and standards in markets for securitized loans helped to weaken underwriting standards. Market discipline broke down as investors relied excessively on credit rating agencies. (TREASURY, 2009: 2)

A dinâmica das operações de hedge é um exemplo de operação utilizada em larga escala, que é mais complexa do que supõe o modelo de regulação “*Market friendly*”. Tomando-se o caso dos *Credit Default Swaps*⁷⁷ (CDS), tornados famosos pelos eventos do colapso financeiro, entende-se que as operações de *hedge* permitem que o comprador de títulos (fornecedor de crédito), se proteja dos riscos associados à sua operação. Para tanto, contrata uma operação de CDS, na qual paga um prêmio a quem assegura a transação.

⁷⁶ Chacko, G. Sjoman, A., Motohashi, H. and Dessain, V. *Credit Derivatives*, Philadelphia, Wharton School. 2006

⁷⁷ Swaps de inadimplência de crédito. Transferem o risco do crédito do agente que emprestou ao oferecedor da proteção mediante o pagamento de um prêmio. Aquele que oferece o serviço de proteção se compromete (dependendo do caso) a arcar com os pagamentos caso exista inadimplência, rebaixamento de classificação de risco, ou outros eventos que rebaixem o valor dos ativos.

Supõe-se que essa operação diminui a concentração do risco. Contudo, como a crise permitiu evidenciar, os bancos realizavam essa operação para que pudessem diminuir sua avaliação de risco e, assim, reduzir o nível de capital mínimo requerido para adequação aos controles de Basileia, liberando mais recursos para avançar no processo de alavancagem. Ou seja, diminuem o risco em uma operação (risco esse que não é eliminado, como já destacamos, apenas distribuído) para se assumir novos riscos em outras operações.

Há, ainda, uma dinâmica de precificação desses ativos que obriga quem os possui a vender em caso de desvalorização. A operação de hedge se baseia na existência de um mercado com boa liquidez e com baixos custos de transação. Nesse mercado podem-se realizar operações de hedge dinâmicas, em que a posição do ativo com risco é contrabalanceada por um ativo seguro. O ajuste ocorre conforme o preço do ativo, juros e volatilidade do mercado variam.

Assim, quando ocorrem problemas no mercado e ativos de maior risco perdem valor, eles devem ser liquidados pelas instituições que os detém. O problema é que essa venda acelera a queda nos preços e inicia um ciclo de venda de mais desses ativos. Se vários investidores fizerem o mesmo, há uma dinâmica de desvalorização significativa dos ativos. Impactando negativamente os balanços das instituições que os detém.

Ainda com relação aos contratos de CDS, Crotty (2009: 573) ressalta o caso da seguradora AIG que assumiu, no momento de *boom* do mercado, diversas operações assegurando CDOs. Quando as perdas atingiram o mercado de títulos, a AIG, que não dispunha de capital para arcar com a demanda de seguros comprometida, entrou em insolvência e precisou do resgate do governo norte-americano. Se não houvesse a injeção de US\$ 180 bilhões, muitas instituições financeiras teriam sido impactadas.

Em convergência à percepção crítica sobre o arcabouço regulatório pré-crise, Farhi e Cintra (2009: 291) apontam que os derivativos negociados no mercado de balcão não são eficazes na diminuição dos riscos a nível macroeconômico, como se pensava no pré-crise. Segundo esses autores, para minimizar o risco macroeconômico, os derivativos deveriam contribuir para espalhar os riscos por uma série de pequenos investidores, possibilitando sua diluição a níveis exequíveis de equacionamento em caso de uma virtual perda.

Poderiam, ainda, direcionar os riscos a carteiras de investimento suficientemente fortes para também dar conta de eventuais perdas. No entanto, o que acontece é o que foi

descrito no caso das SIVs, com instituições controladas e encorajadas pelos próprios bancos assumindo as posições de riscos do sistema e concentrando ativos demais nas mesmas:

(...) numa demonstração suplementar da difícil interligação entre os aspectos micro e macro-econômicos, os mercados de derivativos terão contribuído para o agravamento da instabilidade original, desencadeando inadimplências em cascata que podem originar um risco sistêmico. (FARHI E CINTRA, 2009: 291)

Dessa maneira, Crotty (2009: 574) afirma que o mercado de CDS tornou o sistema mais frágil, pois permitiu a tomada de riscos a um nível excessivo, na medida em que instituições como a AIG se especializam em oferecer essa proteção e acabam concentrando obrigações demais por conta dos ciclos de valorização do mercado financeiro. Quando ocorre a crise, e se inicia a desvalorização e desalavancagem, os mercados de dinheiro estão avessos ao risco, e só resta a solução da solvência oferecida pelos governos. Observa-se a ironia de uma salvaguarda política a um sistema estruturado sobre a crença na eficiência do mercado.

Mas não é apenas a queda no preço dos ativos que influencia a espiral de depreciação dos balanços patrimoniais e agravam o risco sistêmico. Como Brunnermeier et al (2009: 18-20) enfatizam, o nível de alavancagem, definido pela taxa marginal paga na captação de recursos (*funding* para alavancagem) no mercado de crédito de curto prazo de capitais, atua como um complicador e potencializador desse movimento. Quando há uma desvalorização dos ativos, o descasamento de posições (*maturity mismatch*) é agravado e o nível de alavancagem pesa sobre a reestruturação e o crédito necessário para reequilíbrio patrimonial.

Por exemplo, se uma instituição utiliza um determinado ativo/título como garantia em um Repo (*repurchase agreement*) – suponhamos títulos de dívida no valor de US\$ 1 milhão – ela, então, recebe o empréstimo de US\$ 1 milhão, com o acordo de em 24 horas, recomprar seu ativo pelo mesmo valor mais uma taxa marginal pelo empréstimo de curto prazo.

O valor dessa taxa (*haircut*) é precificado pelo mercado, e irá variar de acordo com a situação do tomador, com a qualidade do ativo utilizado como garantia, e com o nível de liquidez do mercado. Implicitamente, é essa margem que determina a proporção de alavancagem máxima a ser assumida pelas instituições, já que os recursos adquiridos

serão utilizados para comprar mais ativos, criando a alavancagem necessária para as operações da instituição financeira.

Contudo, conforme ativos se desvalorizam, o mercado se torna mais avesso ao risco e essa margem pode aumentar, obrigando as instituições alavancadas a um processo de desalavancagem. Seguindo o exemplo, imaginemos que o preço da margem, que era de 1 centavo para cada dólar (1%), suba para 2%. Dessa maneira, a margem que limita a alavancagem dobrou, obrigando a instituição a reduzir seu nível de alavancagem pela metade. Esse imperativo irá, portanto, reforçar a espiral de perda.

Conforme os preços de ativos caem, as quantificações de risco aumentam, alargando ainda mais a margem, forçando mais vendas e fortalecendo a dinâmica de um ciclo vicioso. O processo de desalavancagem, quando executado em um ambiente de instabilidade, destrói riqueza trazendo escassez de liquidez ao mercado:

*As asset prices drop, risk measures (like Value-at-Risk) increase, which not only lead to higher margins and external funding costs, but also reduce risk-appetite within banks. Risk managers step on the brakes and force traders within a bank to de-lever their positions. **Leverage is procyclical.** When many market participants de-lever in stressed environments, liquidity disappears down a black hole. (BRUNNERMEIER ET AL, 2010: 19). Grifo nosso.*

Percebe-se que o efeito negativo será mais intenso quando a taxa marginal estiver nos menores níveis, pois aumentos sensíveis serão proporcionalmente grandes na margem de alavancagem⁷⁸. Ou seja, teoricamente, no momento em que o mercado assume maior confiança em seu ciclo de valorização de ativos ele está mais sensível a choques graves por conta de sua grande alavancagem.

Mais um aspecto da arquitetura financeira que compôs o cenário de grande alavancagem responsável pela intensidade dos efeitos após a eclosão da crise que merece destaque é o comportamento das agências de classificação de risco.

Atores chave no funcionamento do sistema financeiro internacional, essas agências desempenham papel indispensável para o sucesso da dinâmica do originar e distribuir, alicerces da elevada alavancagem das grandes instituições financeiras internacionais.

⁷⁸ “Note that the increase in haircuts will do most harm when starting from very low levels. A percentage point increase from 1% to 2% will mean leverage has to fall from 100 to 50. (...) In this sense, the ‘chasing of yield’ at the peak of the financial cycle is especially precarious, since the unwinding of leverage will be that much more potent.” (BRUNNERMEIER ET AL, 2009: 20-21).

Wade (2008: 31-32); Bresser-Pereira (2009) e Crotty (2009), enfatizam a importância das agências na trajetória que produziu a bolha financeira ao redor do mercado imobiliário estadunidense. A falha em precificar corretamente os ativos, uma das principais causas da instabilidade, é mais um atributo que expõe a insuficiência da estrutura do sistema para dirimir os riscos oriundos da livre atividade financeira.

Suas classificações foram importantes para as instituições financeiras que criaram ativos colateralizados complexos, com base nos créditos concedidos aos clientes da margem do mercado imobiliário. A ideia dos bancos era a de dissolver o risco de seus produtos, unindo ativos de maior risco com ativos de menor risco de inadimplência. Estratégia que se mostrou eficaz já que as agências de classificação ofereceram boas notas a esses títulos. Essa boa classificação, por sua vez, era a garantia de que estes ativos se tornariam elegíveis para investimentos de Fundos de Pensão, Companhias de Seguro, Trustes e outros investidores.

Nesse sentido, Wade (2008: 32) questiona a responsabilidade das agências de classificação perante a reputação de suas notas, e também o interesse das mesmas em agradar seus clientes, uma vez que dependem de ativos para classificar, pois recebem conforme efetuam suas análises de classificação. Assim, o banco que procura vender um ativo complexo de risco disfarçado, procurará a instituição com maior probabilidade de fornecer uma boa nota.

Crotty (2009: 566), criticando essa estrutura, identifica um constrangimento perverso à correta análise de risco aos ativos por parte das agências de risco: “*If one agency gave realistic assessments of the high risk associated with these securities while others did not, that firm would see its profit plummet.*” Ou seja, surge uma tendência a supervalorização da qualidade dos ativos para que as agências ganhem *share* de mercado.

Ainda outros pontos podem ser levantados com relação à atuação das agências de classificação de risco dentro do sistema financeiro e a exacerbação do risco assumido. As agências ofereciam, por exemplo, o serviço de aconselhar a estruturação de novos produtos financeiros. Seus conselhos eram motivados pela esperança de captar a classificação dos mesmos produtos, aumentando a tendência à supervalorização da qualidade dos ativos. A legislação norte-americana também não obrigava as agências a realizar “*sniff test*”, teste de veracidade das informações fornecidas pelos detentores dos ativos avaliados.

A dinâmica de funcionamento do sistema possuía, ainda, mais um fator que concorreu para a contínua persecução do boom de ativos relacionados ao mercado imobiliário norte-americano. Este é o incentivo constante pela exacerbação do risco e persecução da lucratividade presente nos mecanismos que induzem os principais tomadores de decisão dentro das instituições financeiras a perseguir o lucro para suas empresas, com a motivação de aumentar seus próprios bônus individual e coletivo.

Os resultados da crise, com grandes quantias de bonificação sendo pagas a executivos mesmo em período de crise, deixam claro, segundo Crotty (2009), que para as principais instituições do mercado é racional tomar risco excessivo em uma bolha, mesmo que entendam que suas decisões podem levar a um *crash*. Isso porque elas não precisam retornar seus ganhos realizados no ciclo de valorização da bolha (na forma de bônus) assim que a crise ocorre. Perseguem, portanto, estratégias de alto nível de alavancagem e risco.

Conforme procurou-se ressaltar, existem diversos aspectos da estrutura da arquitetura financeira, como reconfigurada pelo processo de globalização financeira, que estiveram na raiz dos eventos do colapso financeiro internacional a partir do mercado financeiro norte-americano.

É por conta desses vários motivos que, de acordo com Farhi & Cintra (2009: 275), a arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo foi responsável por transformar uma crise de crédito clássica em uma crise de grandes proporções desconhecidas. Em uma crise de crédito clássica, os prejuízos potenciais são conhecidos porque tem-se algum controle ou supervisão sobre os empréstimos que foram realizados com baixos níveis de garantia. Como é o caso dos empréstimos imobiliários da categoria *subprime*.

Contudo, o atual sistema possui uma configuração única bastante sofisticada e de difícil supervisão. A originação de ativos com base nos derivativos de crédito permitiu a redistribuição dos riscos pelo sistema financeiro internacional para uma série de agentes, dificultando a identificação, mesmo um ano e meio após os eventos de crise (2009). Essa dificuldade de identificação propiciou que os prejuízos persistissem, levando ao agravamento das condições de crédito, como elevação das taxas, aumento das incertezas, pânico entre investidores e “empoçamento da liquidez nos mercados interbancários”. (Farhi & Cintra, 2009: 275)

Nesse sentido, pode-se dizer que a estrutura regulatória da arquitetura financeira estabelecida no pré- crise, seus mecanismos de contenção do risco individual e sistêmico, fracassaram em controlar a dinâmica de alavancagem e criação de crédito, no momento de crescimento da valorização dos ativos. Falhou também na correta precificação dos ativos, e conseqüentemente do risco, propiciando fragilidade no balanço patrimonial de diversas instituições internacionais. Conforme destaca Bresser-Pereira (2009: 62):

Elas [causa imediatas da crise] abrangem, como destacou o relatório de 2009 do Grupo dos Trinta, más avaliações de crédito, uso descontrolado de alavancagem, inovações financeiras mal compreendidas, um sistema falho de classificação de risco ou *rating* e práticas de remuneração com bônus altamente agressivas que incentivaram a tomada de riscos e os ganhos no curto prazo.

2.1.2 AS DEMANDAS E EXPECTATIVAS REGULATÓRIAS

No sentido do que foi destacado, o fracasso de grandes instituições e os esforços dos governos em resgatar a economia global jogaram, portanto, luz sobre as fragilidades da estrutura do sistema financeiro internacional, como o alto nível de alavancagem, problemas com maturidade das posições (*maturity mismatch*), falta de transparência nas posições do balanço patrimonial, interconexões descobertas entre várias instituições, incorreta precificação de ativos complexos, contágio, incentivos perversos ao risco, concentração de riscos nas Instituições Financeiras e manobras para diminuir mensuração de risco.

Com efeito, o que se pode observar, pela análise da arquitetura financeira internacional e dos eventos de crise, ocorridos sob o fracasso do modelo regulatório vigente, é o ganho de relevância e preocupação com o risco sistêmico.

Helleiner e Pagliari (2011) argumentam que a crise politizou o tema da regulação financeira nos cenários domésticos, transformando a realidade da primazia das instituições privadas no cenário internacional. Os resgates às instituições financeiras criaram grande pressão sobre os políticos nas arenas domésticas, ampliando a atenção ao redor dos temas de regulação financeira.

Tal fenômeno se tornou aparente no cenário internacional, observado no comportamento assumido dentro do G20 pelos líderes norte-americanos e europeus. Estes passaram a definir prioridades específicas e prazos estreitos para os tecnocratas das organizações relacionadas à regulação financeira internacional. Uma prática sem precedentes até então.

O impacto gerou intensa movimentação legislativa sobre os antes obscuros e poucos discutidos temas da regulação financeira, incluindo até a cooperação entre legisladores norte-americanos e seus colegas do parlamento europeu:

The crisis triggered intensive legislative debates in the United States and Europe on previously obscure topics, such as the regulation of credit default swaps or reforms to accounting standards, generating detailed legislative initiatives that in turn influenced the direction of international regulatory agreements. (HELLEINER & PAGLIARI, 2011: 178).

Dentre as demandas regulatórias ensejadas pelo colapso financeiro, existem aquelas que são bastante preocupadas com os reflexos sociais da instabilidade financeira e procuram a afirmação de um controle maior sobre as finanças, outras que procuram incrementos específicos na regulação, e ainda as que são conscientes da dificuldade de implementação de um arcabouço regulatório totalmente diferente e oferecem caminhos politicamente mais simples, mas de transformação significativa.

O que todas as demandas parecem ter compartilhado, no entanto, é a percepção de que os reflexos sociais negativos da crise produziram uma janela de oportunidades excepcional, e que nesse sentido, caberiam agendas transformadoras do *status quo* do pré-crise.

Nesse sentido, as reflexões deveriam partir, da noção, que procurou-se explorar, de que as hipóteses que nortearam a construção de padrões de regulação financeira internacional “*market friendly*” estiveram equivocadas. Nas palavras de Farhi e Cintra (2009: 292):

(...) para ser frutífera, a discussão deveria abandonar um dos princípios básicos que têm norteado, nas últimas décadas, os acordos internacionais de supervisão e regulação: a governança corporativa e a gestão de riscos pelos bancos evoluíram a tal ponto que se pode considerar que suas decisões são as mais eficientes para evitar a concorrência de episódios que podem desembocar em risco sistêmico. A crise revelou o quanto esse princípio estava equivocado. (FARHI E CINTRA, 2009: 292)

Com efeito, Deos (2012: 371) ressalta que o modelo regulatório vigente não era adequado para sistemas financeiros altamente desenvolvidos, pois era incapaz de conter as posições crescentemente especulativas que se espalham pelo sistema na fase expansiva do ciclo de crédito. Fomentou-se uma ampla discussão, resultando em uma série de propostas:

Efetivamente, a recente crise financeira escancarou a inadequação do padrão de regulação prudencial vigente sobre o sistema bancário e sobre os sistemas

financeiros em geral, e tornou inevitável sua ampla rediscussão em vários fóruns, a qual foi sucedida por propostas de reformulação que vão além da regulamentação bancária *stricto sensu*, abrangendo outros agentes e mercados. (DEOS, 2012: 371)

Em conformidade, Verdier (2013) reconhece que o sistema de RFI foi afetado no plano ideacional, tendo temas como a regulação prudencial, o risco sistêmico e as preocupações com o risco moral ganhado relevância. Nesse sentido, passaram a ocupar posições de destaque na agenda da governança financeira global, notoriamente no âmbito do G20⁷⁹, órgão que foi resgatado à condição de *locus* das discussões de governança internacional no pós-crise, substituindo o G7:

Numerous approaches have been proposed: identifying systemically significant financial institutions (SSFIs) and subjecting them to enhanced Prudential regulation and supervision; limiting their size or activities; establishing a credible resolution procedure for SSFIs; prohibiting government bailouts to SSFIs; and regulating financial contracts that may create systemic risk, such as OTC derivatives. (VERDIER, 2013: 1460)

As abordagens aos temas surgidos compartilham uma prerrogativa: forçar as instituições financeiras e demais participantes dos mercados a internalizar os custos econômicos e sociais do risco de crise sistêmica. Evitar que esse fardo recaia sobre os pagadores de impostos e sobre os governos das grandes e médias potências. Porém, como destaca Verdier (2013), é exatamente o tipo de acordo ou noção que o atual sistema de RFI fracassou em atingir diversas vezes.

Dentre as demandas regulatórias principais, destacam-se as preocupações macroprudenciais. Para Bunnermeier et al (2009), por exemplo, o fracasso do modelo regulatório não esteve relacionado a algum tipo particular de instrumentos, instituições, indivíduos ou informações. O modelo de regulação, no entanto, focado na segurança individual das instituições é na verdade uma falácia de composição. A adoção de níveis mínimos de capital não impede que o comportamento dos bancos, quanto tomados coletivamente, sejam prejudiciais ao sistema.

Esses autores ressaltam a importância de se refletir e aplicar uma regulação que tenha instrumentos prudenciais de alcance sistêmico, atingindo a operação de diversas

⁷⁹ Trataremos detidamente do G20 no próximo item deste trabalho. Por enquanto é suficiente ressaltar que o G20 é composto pelas principais economias nacionais, e, após a crise, foi definido como o fórum adequado para as discussões internacionais concernentes à governança econômica global. Substituiu o G7 como espaço preferencial das grandes potências para tratamento dos temas de reforma da regulação financeira internacional.

instituições ao mesmo tempo e do sistema como um todo. Uma regulação macroprudencial. Ao contrário do tipo de regulação bancária com base em controles microprudenciais, como a consagrada pelos Acordos de Basileia I e II.

Robert Wade (2009: 548-549), por sua vez, é um bom exemplo de proposta de transformação significativa. Em sua opinião as finanças deveriam ser reestruturadas de maneira a produzir estabilização da intermediação financeira, que é entendida como um bem público em uma economia capitalista; e direcionar esse processo a explorar oportunidades de lucro na economia real, em oposição às “finanças financiando as finanças” (“*finance financing finance*”).

Dentre as propostas para atingir tal reforma, se destacam: a separação entre as atividades de poupança e consumo dos bancos de investimento nos moldes do *Glass-Steagall Act*, com as primeiras instituições se limitando à operação bancária “estrita e enfadonha”; proibição a operação de bancos de investimento, fundos de hedge e afins com bancos comerciais; limitação a seu nível de alavancagem abaixo da proporção de 30:1; aprovação de novos produtos financeiros por reguladores, diminuindo a assimetria de informações entre originadores e investidores; impossibilidade de se manter atividades fora do balanço de pagamento; revisão da legislação antitruste para impedir o “*too big to fail*”; estabelecimento de regulação macroprudencial para atacar a falácia da regulação prudencial baseada nos requerimentos mínimos de capital; além de outras medidas e reformas.

Dentre as demais propostas que surgem no pós-crise, Mendonça (2012: 441) ressalta: a criação de bancos garantidos pelo Estado (*narrow banks*) sob duras limitações de operação; instituições financeiras baseadas apenas em capital próprio; o resgate da segmentação bancária; estatização dos sistemas bancários; e a criação de uma autoridade reguladora internacional.

Essas variadas demandas e propostas regulatórias que surgem se relacionam e influenciam o universo acadêmico e político e são absorvidas pelos tomadores de decisão. Neste trabalho ressaltam-se como demandas regulatórias aquelas que foram absorvidas pelas autoridades relevantes no sistema, notoriamente o G20. Neste órgão, se cristalizou a trajetória de reforma do sistema prevista para adequar o arcabouço regulatório em função dos eventos de crise:

We each agree to ensure our domestic regulatory systems are strong. But we also agree to establish the much greater consistency and systematic cooperation between countries, and the framework of internationally agreed high standards, that a global financial system requires. Strengthened

regulation and supervision must promote propriety, integrity and transparency; guard against risk across the financial system; dampen rather than amplify the financial and economic cycle; reduce reliance on inappropriately risky sources of financing; and discourage excessive risk-taking. Regulators and supervisors must protect consumers and investors, support market discipline, avoid adverse impacts on other countries, reduce the scope for regulatory arbitrage, support competition and dynamism, and keep pace with innovation in the marketplace.
(G20, 2009: 3)

Segundo Mendonça (2012: 454-455), no encontro do G20 de Londres, em abril de 2009, houve um delineamento mais claro da trajetória que deveria ser adotada para um esforço de reforma da regulação, tanto em função dos objetivos da regulação, quanto de como eles seriam alcançados:

Propôs-se a incorporação de riscos macroprudenciais aos arcabouços regulatórios, assim como a extensão destes a todas as instituições, instrumentos e mercados financeiros importantes, inclusive *hedge funds*, além de incorporação e registro de agências de classificação de risco (*ratings*). Estabeleceu-se, no tocante aos sistema bancários, a necessidade de melhorias na quantidade, na qualidade e na consistência internacional do capital das instituições bancárias, assim como do controle da alavancagem excessiva e da criação de colchões de capital em períodos de expansão. (MENDONÇA, 2012: 455)

Nesse sentido, o novo arcabouço regulatório estaria organizado em quatro pilares. O primeiro seria focado no aprofundamento da cooperação financeira, atributo essencial à coordenação regulatória em um mercado globalmente integrado. O segundo, a manutenção de regras alicerçadas sobre requerimentos mínimos de capital a serem mantidos como ‘colchões’ de capital, baseados na avaliação de riscos das posições bancárias via mercado, com elevação da qualidade e quantidade de capital e criação de “colchões” anticíclicos. Terceiro, a aceitação da importância da regulação macroprudencial como necessária para complementar os mecanismos microprudenciais baseados na segurança individual das instituições. Quarto, a imposição de índices para limitar a alavancagem.

Viana e Cintra (2010), destacam ainda, como medidas delineadas pelo G20: um maior controle sobre as operações com derivativos de balcão ou OTC (*over-the-counter derivatives*); controle maior sobre os mercados de commodities, em especial o de petróleo, no intuito de diminuir a especulação, através de maior transparência na mensuração e divulgação dos dados relacionados à produção e extração do petróleo; a reformulação do FSB (*Financial Stability Board*) que ganhou mandato como órgão para

auxiliar na regulação financeira; e o FATF (*Financial Action Task Force*) estimulada a trabalhar contra os paraísos fiscais, financiamento ao terrorismo e lavagem de dinheiro.

Na declaração dos líderes (*Leaders' Statement – The Pittsburgh Summit*) da reunião de Pittsburgh, em 24 e 25 de setembro de 2009, o compromisso com o esforço multilateral da regulação financeira internacional volta a ser reforçado com a apresentação de alguns avanços:

Since the onset of the global crisis, we have developed and begun implementing sweeping reforms to tackle the root causes of the crisis and transform the system for global financial regulation. Substantial progress has been made in strengthening prudential oversight, improving risk management, strengthening transparency, promoting market integrity, establishing supervisory colleges, and reinforcing international cooperation. (G20, 2009b: 7)

Essas demandas e propostas que se consolidam no âmbito do G20, contudo, não representavam grandes transformações regulatórias. Significavam a continuidade da lógica anterior de regulação financeira, aperfeiçoada com elementos alçados à importância por conta da crise:

Em outras palavras, o que se delineou como “novo” arcabouço regulatório caracterizou-se pela manutenção da lógica anterior combinada com a introdução de novos elementos – idealizados com o intuito de enfrentar fragilidades entendidas como fundamentais na gestação da crise – quais sejam, falhas na regulação e na supervisão e comportamento irresponsável de bancos e outras instituições financeiras na assunção de riscos. Tal combinação de elementos presentes e novos, se não propunha a alteração da natureza da regulação, tornava-a mais restritiva. (MENDONÇA, 2012: 456)

A definição de novas propostas regulatórias, ainda que não de alteração profunda do sistema, podem, portanto, ser consideradas avanços, pois representam o afastamento das costumeiras respostas regulatórias de crises precedentes – nos marcos das transformações no sistema monetário e financeiro internacional ocorridas desde os anos 1970.

Contudo, conforme ressaltaram alguns autores, dentre eles Wade (2008: 51) e Viana e Cintra (2009: 19) observa-se a tendência de que haveria uma disposição à contenção dos efeitos dessas propostas regulatórias iniciais. Nas palavras de Wade (2008: 51):

The financial industry will attempt to use its formidable power over legislatures and regulators to ensure that few additional constraints are placed on it this time. Wall Street has more or less captured the U.S. Treasury. It will

continue to insist that the line of solution is more standards of good practice and more pledges of good behavior, but not more constraints.

A atuação política das instituições financeiras, procurando influenciar os tomadores de decisão não seriam os únicos aspectos relevantes a influenciar o projeto de governança financeira global. Nas reuniões do G20 a preocupação se estendia além da regulação financeira internacional. Também foram tomadas decisões e assumidos compromissos com vistas a conter os efeitos negativos da crise sobre a economia mundial e restaurar os níveis de crescimento e emprego entre os países avançados e em desenvolvimento.

As propostas e demandas que surgem e se cristalizam no G20, e nas arenas nacionais de diversos países, foram, portanto, influenciadas por mudanças ocorridas na esfera política e econômica internacional. O panorama de colapso econômico foi contido, evitando-se a depressão e, assim, também o foram as demandas.

No item seguinte, procurara-se analisar o ambiente político internacional que compõe o contexto da regulação financeira internacional no pós-crise. Explorando a atuação dos Estados Unidos, objetiva-se expor a importância de seu poder estrutural na consolidação das iniciativas na esfera da regulação financeira internacional erigidas no pós-crise.

2.2 O Pós-Crise: Ambiente Político e iniciativas regulatórias

Crises econômicas severas possuem a recorrente característica de apressar o passo das mudanças históricas. Costumam abater empresas, enfraquecer lideranças políticas e abrir rachaduras preenchidas por redistribuições de poder e riqueza. A crise internacional, originada no setor imobiliário dos EUA, também legou transformações na esfera regulatória.

O ambiente político internacional que se seguiu após a crise ficou marcado, como ressaltado, pelo fracasso das ideias que justificaram o desenvolvimento do capitalismo financeiro nos Estados Unidos e no restante do mundo.

Conforme previamente observado, o evento de colapso financeiro no principal sistema financeiro internacional, com o agravante de representar a principal de várias falências que já haviam ocorrido nos mercados financeiros periféricos, teve o efeito de deslegitimar o discurso neoliberal.

Nas sociedades das principais economias nacionais passou-se a questionar a falta de regulação financeira e supervisão adequadas para impedir eventos como o ocorrido. Os resgates às megainstituições financeiras criaram um clima particularmente hostil às mesmas, e a todo o sistema financeiro, fomentando uma percepção de desigualdade de oportunidades e privilégios entre esse e os demais setores econômicos.

Os bônus pagos aos executivos criaram um capítulo à parte de reprovação e hostilidade. Alguns executivos do alto escalão receberam dezenas de milhões de dólares, enquanto operadores receberam quantias menores, mas ainda muito elevadas em comparação aos pagamentos de outros setores da economia. Isso tudo em um momento em que a economia mundial passava por um dos piores momentos de crise como resultado da contração da liquidez.

Segundo o Procurador Geral do Estado de Nova Iorque, Andrew Cuomo, o Citigroup pagou US\$ 5,33 bilhões de dólares em bônus aos seus executivos no ano de 2008. O Goldman Sachs pagou mais de US\$ 1 milhão de bônus individual a pelo menos 953 de seus operadores. O Morgan Stanley, por sua vez, fez o mesmo com 428 de seus empregados. (STORY & DASH, 2009). E esses episódios ocorreram durante os resgates do governo norte-americano a essas instituições, tendo sido estendidos bilhões de dólares através de programas especiais.

Nesse sentido, o clima político ensejou, nos Estados Unidos, o surgimento de uma ampla iniciativa de reforma do sistema financeiro, e de proteção ao consumidor. Conforme pode-se observar no discurso do Presidente Obama⁸⁰, parecia que a demanda por restrição da liberdade de Wall Street seria levada a diante.

Young (2013) avalia que o fenômeno de crise gerou e potencializou tendências contundentes ao *status quo* da regulação financeira no nível internacional. Houve um aumento de saliência das propostas relacionadas a este tema. Paralelamente, o lobby que a indústria em questão era capaz de aplicar no pré-crise foi aleijado pelo distanciamento entre seus membros e os reguladores, assim como pela entrada de outros atores nessa disputa política.

O mesmo autor ressalta o caráter insulado do ambiente institucional responsável pela formulação e definição do processo regulatório no pré-crise. Por ser um assunto

⁸⁰ “We are called upon to put in place those reforms that allow our best qualities to flourish -- while keeping those worst traits in check. We're called upon to recognize that the free market is the most powerful generative force for our prosperity -- but it is not a free license to ignore the consequences of our actions.” (OBAMA, 2009)

complexo, as reuniões ficaram sempre restritas aos especialistas da indústria financeira e de governos e órgãos oficiais. O ambiente político era marcado por pouca saliência, gerando pouca atratividade da sociedade, embora muito afetasse o interesse geral. Uma situação de “*quiet politics*”.

Frente a esse contexto, o advento da crise financeira trouxe à superfície o tema da regulação financeira, ampliando o interesse no assunto e o escrutínio público sobre as atividades da indústria financeira. Surgiram novos tipos de setores da sociedade organizados em função de influenciar a política da regulação:

Financial regulation became a salient issue, with regular discussions of financial regulations, its consequences, and its legitimacy being discussed in popular discourse. This is an important dynamic because heightened issue salience is believed to constrain the policy-shaping power of the particular business groups being regulated, as it invites more scrutiny on their activities, as well as encouraging a greater diversity of groups to be involved in regulatory discussions. (YOUNG, 2013: 462)

Esse movimento de maior relevância e saliência pública das finanças, amplo, como se pode perceber, fez e faz parte de um ambiente político e de uma percepção generalizada sobre os ocorridos da crise financeira, que é também composta pela percepção do momento econômico e político internacional.

Com efeito, a derrocada financeira trouxe razões para se acreditar que a falência dos mercados representaria um momento chave de transformação no nível de regulação dos mesmos, com recuo do ambiente “*Market-friendly*”. Primeiro, porque as instituições financeiras, grandes responsáveis politicamente pela força do movimento de ascensão da desregulação financeira estavam econômica e politicamente fragilizadas com a crise. Era de se supor uma menor capacidade de resistência às transformações que poderiam ocorrer como reflexo da crise.

Em segundo lugar, o espraiamento dos reflexos negativos da crise sobre a economia real abateu, conforme exposto, a credibilidade das ideias que sustentavam tecnicamente os padrões liberais de regulação financeira.

Ainda, o fato da crise estar centrada nos mercados financeiros de EUA e Inglaterra, parecia contribuir com a diminuição da influência oficial desses governos, principais apoiadores internacionais dos padrões de regulação financeira pré-crise. Esse aspecto é particularmente pertinente, porque, no período que antecedeu a crise, alguns governos, como o alemão e o francês, manifestaram posições em favor de um controle mais firme sobre os mercados financeiros. (HELLEINER, 2014: 77-80)

Contudo, as reformas não lograram estabelecer fundamentos regulatórios novos. Os variados temas abordados pelo G20 tiveram avanços superficiais, frustrando as expectativas criadas. Conforme exposto na introdução e ao longo do trabalho, entende-se que esse fenômeno se explica pela relação de sustentação entre as estruturas de poder que perpassam o sistema interestatal capitalista, nas quais os Estados Unidos possuem dominância, e que não foram significativamente atingidas pelos fenômenos de crise.

Ainda segundo Helleiner (2014: 98), os desafios à liderança norte-americana e britânica foram menores e menos consistentes do que o esperado. Os países do Sul, como a China, marcaram, constantemente, posição favorável ao cerceamento da liberdade dos mercados, porém, pelo menor poder de mercado, acabaram assumindo papel secundário nas negociações e definições, a não ser no tema do controle aos fluxos de capital. França e Alemanha, apesar de se mostrarem favoráveis à regulação de temas como fundos de hedge, contabilidade, CDS, não foram capazes de sustentar posições regulatórias em todos os temas abordados e muito menos constranger, através do poder de mercado europeu, a posição norte-americana. Pesou a falta de coesão ao longo da UE para flexionar a potencialidade da região, muito por conta da oposição britânica.

A capacidade norte-americana de influenciar as negociações e definir resultados de acordo com seus interesses se provou a principal limitação às reformas. Esse resultado adveio da capacidade norte-americana de iniciar os debates regulatórios no nível doméstico rapidamente, permitindo uma posição de caráter pioneiro nas negociações internacionais.

Membros do governo também buscaram, desde a administração Bush, coordenar o conteúdo das negociações de maneira a minimizar os efeitos de desvantagens competitivas que poderiam surgir ao mercado estadunidense e suas firmas com relação a resultados regulatórios domésticos. Nesse sentido, observa-se uma percepção estratégica de defesa dos interesses das instituições financeiras e da importância do mercado financeiro para o país, tornando a política doméstica das limitadas reformas regulatórias fundamental para se compreender a agenda e extensão das reformas internacionais:

(...) US officials recognized that internationally coordinated regulatory tightening would help minimize competitive disadvantages for US markets and firms that could result from unilateral US action. From the fall of 2007 onwards, they worked closely with the FSF to coordinate the content of US and international reform proposals. The desire of US policymakers and regulators to foster this kind of coordination only intensified when the proposals for domestic reform became increasingly ambitious with the deepening of the crisis in 2008 and the intensifying domestic pressure for action. This coordination was remarkably successful. (HELLEINER, 2014: 99).

Ademais, o enfraquecimento do poder de influência das instituições financeiras nos Estados Unidos se provou aquém do esperado com a eclosão da crise. A capacidade de influência via lobby barrou o aprofundamento das reformas e demonstra o poder de organização e financiamento das empresas.

Esse contexto internacional, que se interpreta neste trabalho, em linha com as escolhas conceituais expostas, como principalmente político, tem raízes na atuação dos Estados Unidos como líderes e “guardiões” do sistema. Não necessariamente uma ação estratégica, mas antes, movimentos naturais de posicionamento político: as instituições financeiras procurando a proteção do Estado; o governo dos EUA preocupado com a recuperação econômica e proteção de sua posição perante as forças políticas domésticas; e os demais Estados e seus governos na busca pragmática pela recuperação ou para evitar a deterioração do cenário político e econômico.

Nesse sentido, procura-se ressaltar a relevância da atuação política e econômica no pós-crise, essencial para dirimir o aprofundamento da recessão, e das contestações à estrutura sistêmica, permitindo o estancamento de um processo que poderia ter produzido deslocamentos políticos e econômicos mais graves. A análise que segue procura explorar essa questão.

2.2.1 *GUARDIÃO DO SISTEMA E ESTABILIDADE ESTRUTURAL*

Os efeitos da crise de 2007/2008 foram sentidos globalmente. A economia internacional esteve próxima de um cenário de depressão. Foram feitas muitas comparações com a “Grande Depressão”, iniciada com o *crash* da Bolsa de Nova Iorque de 1929, que acabaram por legar a alcunha alusiva de “Grande Recessão” ao período que se seguiu.

Diversos países foram afetados pelos mais diversos canais de transmissão de choques econômicos. Pela diminuição dos fluxos de capital, o encarecimento do dólar no mercado interbancário, a queda na atividade econômica dos países centrais, a fuga dos investidores internacionais dos mercados emergentes, etc. Entretanto, uma nova trajetória política foi observada. Céleres intervenções foram realizadas por autoridades nacionais e internacionais, concorrendo para conter os panoramas catastróficos.

Ao impedir a deterioração da realidade econômica, contribuíram para a consolidação de um ambiente político menos conturbado e que veio a ser caracterizado pelo fortalecimento da governança econômica global cooperativa, em especial ao redor do tema da regulação financeira internacional.

Ainda que o fenômeno que se observe seja o da manutenção do *status quo* na regulação financeira internacional e em outros aspectos sistêmicos, como a posição do dólar na hierarquia internacional de moedas, é relevante se analisar quais foram as decisões e políticas que contribuíram para a contenção dos efeitos negativos a nível sistêmico.

Em linha com as escolhas conceituais apresentadas, e com as análises e observações históricas desenvolvidas, deve-se procurar a agência que permitiu ao sistema reassumir seu funcionamento previamente consolidado. Ademais, é relevante se observar as motivações para tais políticas e como as mesmas influem sobre a regulação financeira internacional.

Neste item procura-se expor que os EUA assumiram um comportamento de estabilizadores do sistema. Por conta das características específicas de seu Poder Estrutural, desempenharam a função de prestador de última instância, ao mesmo tempo em que fomentaram a retomada da governança econômica multilateral através do G20, lançando também esforços de regulação financeira no nível doméstico e internacional.

Nesse sentido, no imediato pós-crise se identificam fenômenos importantes: Atuação dos EUA como prestadores de última instância; Políticas anticíclicas assumidas por economias emergentes; retomada do G20; Manutenção e fortalecimento do dólar como moeda internacional; e lançamento de esforços de regulação financeira internacional como a criação da FSB e do Acordo de Basileia III.

Daniel Drezner (2012: 1) argumenta que o sistema econômico liberal se mostrou resiliente em relação aos efeitos negativos da crise. Comparando o episódio de 2007/2008 à crise iniciada com o crash da bolsa de Nova Iorque em 1929, o autor aponta, através da análise das estruturas da governança global, que, ironicamente, o sistema “funcionou”. Ou seja, que se impediram efeitos negativos de suas potenciais profundidades, favorecendo uma retomada mais célere da crise:

Despite initial shocks that were more severe than the 1929 financial crisis, national policy elites and multilateral economic institutions responded quickly and robustly. Whether one looks at economic outcomes, policy outputs, or institutional resilience, global economic governance structures have either

reinforced or improved upon the status quo since the collapse of the subprime mortgage bubble. (DREZNER, 2012: 1)

Esse mesmo autor estressa a importância da manutenção da abertura comercial baseada no sistema multilateral de comércio, aspecto fundamental da ordem liberal construída pelos EUA no pós-guerra. Apesar de algumas medidas unilaterais para proteção de setores específicos, os países se mantiveram afeitos ao livre-comércio, permitindo que, em comparação com a Grande Depressão, o fluxo comercial tenha se recuperado. Outros tipos de fluxos entre fronteiras também demonstraram um comportamento positivo. O fluxo de Investimento Externo Direto (IED), por exemplo, retornou a níveis robustos:

FDI inflows rose by 17 percent in 2011 alone. This put annual FDI level at \$1.5 trillion, surpassing the three-year precrisis average, though still approximately 25 percent below the 2007 peak. More generally, global foreign investment assets reached \$96 trillion, a 5 percent increase from precrisis highs. (...) Cross-border remittances to developing countries quickly rebounded to precrisis levels and then to an estimated all-time high of \$372 billion in 2011, with growth rates in 2011 that exceeded those in 2010. (DREZNER, 2012: 4-5)

Outro indício de funcionamento do sistema, segundo o autor, se apresentou na forma da cooperação entre os Bancos Centrais das principais economias do mundo. Os acordos de *swap*⁸¹ construídos no âmbito do G7 mais a Suíça, posteriormente estendidos às economias emergentes, mais a ampliação do capital do FMI, são entendidos como provas do funcionamento de um sistema pautado no interesse mútuo pela recuperação do crescimento da atividade econômica global.

A atuação dos EUA como prestador de última instância é a principal responsável pela estabilização do sistema e pelo impedimento da deterioração econômica. Via seu banco central os norte-americanos estabeleceram diversos contratos de *swap* com bancos centrais de outros países, protegendo o sistema financeiro dessas economias da falta de liquidez e do agravamento dos efeitos da crise.

Negociados pelo Federal Reserve e pelo Departamento do Tesouro, esses acordos tiveram uma importância sistêmica maior do que qualquer outra fonte de recursos como

⁸¹ Linhas de liquidez de dólar em que o Banco Central requisitante e o Fed assumem um acordo de troca de divisas. O Fed vende uma determinada quantia de dólares ao Banco Central estrangeiro sob a condição de recompra em um período determinado. O câmbio dessa transação não varia, de maneira a aumentar a estabilidade e confiança da transação. (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016)

o FMI ou mesmo swaps regionais. O volume de dinheiro garantido aos países se provou um eficaz instrumento para impedir as dificuldades da falta de dólares ao redor do globo. Tais acordos, por serem mais rápidos e não possuírem condições atreladas, se tornaram mais atrativos do que os recursos do FMI (HELLEINER, 2014).

Para se ter uma ideia do sucesso e da importância dos *swaps* acordados com o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco Nacional Suíço (BNS):

Two swap arrangements were created with the European Central Bank (ECB) and Swiss National Bank (SNB) in December 2007. Although their initial limits were \$20 billion and \$4 billion respectively, these swaps were increased several times until in late September 2008 when they totaled \$240 billion (ECB) and \$60 billion (SNB). (HELLEINER, 2014: 35).

Foram estabelecidos, também, swaps com o Banco da Inglaterra e Banco do Japão, no valor de US\$ 40 bi e US\$ 60 bi respectivamente, e segundo Helleiner (2014: 36), a partir do meio de outubro de 2008 todos os quatro acordos de swap se tornaram ilimitados.

A importância dos acordos em dólar se justifica pela, já ressaltada, posição central dessa moeda na hierarquia internacional. Os bancos privados internacionais, inseridos no jogo competitivo da arquitetura financeira internacional, principalmente bancos europeus, acumularam, especialmente desde os anos 2000, largas quantias de ativos denominados em dólar⁸². Essas instituições se valeram do baixo preço do dólar no mercado de curto prazo internacional, emprestando, ou realizando swaps a partir da captação de fundos no mercado doméstico.

Quando a crise se aprofundou e as fontes de dólar encareceram, essas instituições não conseguiam acessar fundos necessários à suas operações a não ser através de seus Bancos Centrais⁸³. O problema do empréstimo garantido pelos Bancos Centrais é que podem comprometer as reservas internacionais do país, se realizados em dólar, ou colocar pressão sobre o câmbio se denominados em moeda nacional.

Nesse sentido, os *swaps* foram importantes não pela cobertura de déficits na balança de pagamentos, mas para oferecer dólares às empresas e bancos estrangeiros que

⁸² “Since 2000, banks around the world – especially European and Japanese institutions – dramatically increased the stock of foreign currency assets on their balance sheets. (...) the outstanding volume of banks’ foreign assets grew from \$ 10 trillion at the beginning of the decade to \$34 trillion by the end of 2007” (MCDOWELL, 2012: 164)

⁸³ Bancos estrangeiros possuem três maneiras de obter dólares para realizar suas operações. A primeira é converter moeda doméstica, à qual possuem acesso em depósitos; a segunda é utilizar swaps cambiais privados; e a terceira é empréstimo direto com outros bancos, bancos centrais ou “Money markets”. Antes da crise eles utilizavam todas as três opções. (MCDOWELL, 2012: 164-165)

havia acumulado posições em dólar e perderam o acesso barato aos mercados internacionais de curto prazo.

Dessa maneira, o Federal Reserve propiciou aos Bancos Centrais desses países emprestarem dólares essenciais sem aplicar pressão sobre suas taxas de câmbio e também sem abusar de suas reservas internacionais, impedindo efeitos negativos no médio prazo. Tais recursos se provaram relevantes no processo de governança global que ajudou a dirimir os efeitos negativos da crise. Para se ter uma ideia do montante:

The Fed swaps were not just accepted but also used extensively as many authorities flooded their domestic markets with liquidity to stem the crisis. Indeed, foreign drawing on all Fed swap lines peaked at almost \$600 billion in November and December 2008 – far higher than any IMF lending during the crisis. The largest drawers included the ECB (whose top borrowing reached \$310 billion), the Bank of Japan (\$128 billion), the Bank of England (\$95 billion), the SNB (\$31 billion), the Reserve Bank of Australia (\$27 billion), Sweden’s Riksbank (\$25 billion), and Denmark’s central bank (\$20 billion). (HELLEINER, 2014: 36)

Complementando o desempenho de prestador de última instância, o Fed permitiu acesso facilitado a sua janela de desconto⁸⁴, garantindo liquidez a mercados importantes, mesmo em países estrangeiros, via subsidiárias e filias norte-americanas.

Estendendo o acesso ao seu mercado sede, essas instituições financeiras de variadas nacionalidades contribuíram para que a escassez de dólares fosse um problema menor a empresas e outros agentes econômicos locais. Helleiner (2014: 39) também destaca o uso das *Term Auction Facility e Commercial Paper Funding Facility* pelo Fed e do *Troubled Asset Relief Program (TARP)* pelo Departamento do Tesouro norte-americano como meios de oferecer liquidez a instituições estrangeiras.

Cabe ressaltar, ainda, que outros acordos de *swap* foram firmados entre Bancos Centrais. Partindo de instituições de maior porte, e cujas moedas possuem maior circulação, para mercados regionalmente localizados. Foram o caso de *swaps* do Banco Central Europeu para países como Polônia, Hungria, Suécia e Dinamarca; do Banco do Japão para Coreia do Sul, Índia e Indonésia; do Banco Popular da China para Austrália, Hong Kong, Indonésia, Malásia, Nova Zelândia, Singapura, Tailândia, Argentina, Belarus, Brasil, Islândia, Cazaquistão, Mongólia, Paquistão, Turquia, Emirados Árabes Unidos, Ucrânia e Uzbequistão.

⁸⁴ “To alleviate the liquidity crunch, the Federal Reserve reduced the discount rate by half a percentage point to 5.75 percent on August 17, 2007, broadened the type of collateral that banks could post, and lengthened the lending horizon to 30 days.” (BRUNNERMEIER, 2009: 85)

Ademais, como resposta à crise no plano doméstico, as autoridades norte-americanas criaram, através do Departamento do Tesouro, o Plano de Estabilização Financeira, constituído de: testes de estresse sobre os balanços patrimoniais dos bancos, com acesso a capitais às instituições necessitadas; Fundo de Investimento público privado, responsável por comprar ‘ativos’ podres; disponibilização de uma linha de US\$ 1 trilhão para estimular o crédito ao consumidor; e ainda fundos federais no valor de US\$ 50 bilhões para aliviar o impacto da execução de hipotecas residenciais. (FARHI E CINTRA, 2009)

Mais uma ação que deve ser ressaltada em se tratando da recuperação ou contenção dos efeitos negativos do colapso financeiro, são as políticas anticíclicas assumidas pelos governos:

In the early phase of the crisis, central banks stepped up overnight and term funding for financial institutions in order to address tensions in money markets. Subsequently, the Federal Reserve, the Bank of Japan and the Bank of England launched large-scale programmes to purchase longer-term private and public sector debt securities with the aim of providing further monetary stimulus at the effective lower bound by reducing longer-term interest rates. (BIS, 2013: 67)

O papel assumido pelos governos das principais economias do mundo foi, também, importante para conter os efeitos negativos da crise sobre a atividade econômica. Ao contrário da crise de 1929, em um momento em que não se possuía conhecimento acerca dos efeitos das políticas anticíclicas, a efetivação de estímulos monetários e fiscais permitiu que muitos setores econômicos sobrevivessem. O efeito global da adoção de vários programas de estímulos contribuiu para frear os efeitos negativos da crise na economia internacional:

There is no question that many G20 countries introduced very substantial monetary and fiscal stimulus programs in 2008-09. This activism contrasted dramatically with the 1930s experience. In that pre-Keynesian era, there was more limited understanding of the role of counter-cyclical public spending and many governments responded to the economic downturn with fiscal austerity programs. Contractionary monetary policies also contributed to, and exacerbated, the Great Depression. The response to the 2008 crisis was very different, and the expansionary fiscal and monetary policies are widely seen to have helped prevent a repetition of the 1930s experience.” (HELLEINER, 2014: 27)

Paralelamente, um dos mais importantes desdobramentos da crise na esfera regulatória foi a legitimação do G20⁸⁵ como espaço da governança financeira global. De acordo com Viana e Cintra (2010), representou o reconhecimento, por parte das principais economias internacionais de que a coordenação econômica internacional passava pela participação das economias em desenvolvimento. Ainda segundo esses mesmos autores, o G20 possuiria como principal desafio a construção de um marco de regulação financeira bancária suficiente para financiar o crescimento econômico sem incorrer na perigosa dinâmica de riscos observados ao longo das últimas décadas de desregulação financeira.

Surgido em 1999 no âmbito do G8 como iniciativa dos EUA e do Canadá, o G20 veio para prover auxílio aos países em desenvolvimento a superar os desafios relacionados à estabilidade econômica em meio ao contexto das seguidas crises da década de 1990. Com reuniões periódicas no nível ministerial (uma vez ao ano), bem como no nível vice-ministerial (duas vezes ao ano), este grupo representou o primeiro esforço de coordenação envolvendo países não centrais na economia internacional.

Sua composição foi realizada arbitrariamente, com base na importância e relevância dos países em suas regiões e da capacidade de agência dos mesmos a nível global. Wade (2009: 553) oferece um insight sobre a seleção dos países quando da criação do fórum em 1999. Expondo a influência norte-americana ao redor desses temas:

They [membros] were selected in 1999 by Timothy Geithner at the US Treasury in a transatlantic telephone call with his counterpart at the German Finance Ministry, Caio Kocho-Weser. Geithner and Koch-Weser went down the list of countries saying, Canada in, Spain out, South Africa in, Nigeria and Egypt out, and so on; they sent their list to the other G7 finance ministers; and the invitations to the first meeting went out. (WADE, 2009: 553)

Conforme mencionado, diante do cenário de crise global e da maior relevância dos membros do grupo para a recuperação econômica internacional, a partir da cúpula de

⁸⁵ “Os países desenvolvidos e em desenvolvimento que compõem o G20 são: Alemanha, África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Espanha, Estados Unidos, França, Holanda, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia. A União Europeia é representada pelos presidentes do Conselho Europeu e do Banco Central Europeu. Das reuniões do G20 participam ainda representantes do Fundo Monetário Internacional, do Banco Mundial, da Organização Internacional do Trabalho (OIT) – em grande medida por insistência brasileira –, da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), da Organização Mundial do Comércio (OMC), e o secretário-geral da Organização das Nações Unidas (ONU).” (VIANA & CINTRA, 2010: 16)

Pittsburgh, realizada nos dias de 24 e 25 de setembro de 2009 ficou decidido que o G20 substituiria o G8 enquanto fórum principal de coordenação econômica internacional⁸⁶.

Destacam-se como desafios do órgão, a tomada de medidas para conter a crise e restabelecer a normalidade nos mercados financeiros e setores produtivos das economias. Nesse sentido a reconfiguração da regulamentação bancária, após décadas de desregulamentação neoliberal é o maior dos desafios ao grupo, uma vez que esta transformação é substancial e vai na contramão da dinâmica dos últimos 30 anos.

Para Helleiner (2014), o G20 possuiu um papel não irrelevante na governança financeira global do pós-crise, porém, a importância conferida ao papel desempenhado por este fórum por autoridades e alguns analistas é demasiadamente otimista.

Segundo este autor, o papel do G20 na coordenação dos acordos de *swap* e nas políticas anticíclicas é reconhecido como pouco relevante, já que essas políticas se motivaram em outras esferas. A decisão, por exemplo, de cortes nas taxas de juros das principais lideranças ocidentais, ainda que coordenada, esteve fora do âmbito do G20, tendo sido anunciada antes da primeira conferência deste fórum.

Em suma, a visão exposta em Helleiner (2014) é a de que as principais decisões de políticas fiscais e monetárias, tomadas em função de brevar os efeitos negativos da crise de liquidez sobre a atividade econômica, estiveram mais relacionadas ao âmbito doméstico dos países do que a uma noção de cooperação econômica internacional⁸⁷. As esferas domésticas, por si só, justificaram, e, mesmo em um hipotético contexto de maior integração política e solidez da governança financeira global, teriam justificado a adoção de políticas de estímulo, especialmente as fiscais. Nesse sentido, o autor questiona a importância atribuída ao G20, por si mesmo, por autoridades reconhecidas e também por especialistas.

O papel do G20, contudo, não pode ser descartado como figurativo. É relevante que tenha existido tal iniciativa em nível internacional, com a reunião de representantes dos países emergentes para encontro e discussão sobre os rumos da economia internacional. Esse tipo de iniciativa demonstra a força da alternativa diplomática e

⁸⁶ “19. We designated the G20 to be the premier forum for our international economic cooperation. We established the Financial Stability Board (FSB) to include major emerging economies and welcome its efforts to coordinate and monitor progress in strengthening financial regulation.” (G20, 2009b: 3).

⁸⁷ “Indeed, it is noteworthy that China’s massive RMB 4 trillion (approximately US\$586 billion) stimulus was announced just five days before the first G20 summit. At the time, the country had begun to feel the full impact of the crisis, with 670,000 factories forced into bankruptcy in the third quarter of the year.” (HELLEINER, 2014: 28-29).

multilateral frente ao unilateralismo, e reforça a percepção de que existe convergência de opinião a respeito da estrutura e funcionamento da economia internacional. Em outras palavras, pode-se afirmar que a estrutura econômica internacional é conhecida em sua polarização, e nos arranjos políticos que a sustentam. Embora não multilateralmente combinados, pelo menos não são sistemicamente contraditórios.

O G20 também pode ser responsabilizado pela diminuição da incerteza no sistema em um momento delicado, municiando não apenas os atores envolvidos diretamente, mas também aqueles envolvidos indiretamente, como atores do setor privado e governos de Estados não contemplados no fórum.

Contudo, Helleiner (2014: 38-45) possui razão ao apontar para as dificuldades políticas de se criar uma solução confiável e duradoura para os eventuais desequilíbrios financeiros globais. Em sua visão o G20 fracassa nesse ponto por não ter conquistado avanços significativos para se aproveitar de alguma maneira da prática tão bem-sucedida de swaps entre o Fed e outros bancos centrais.

Tentativas regionais fracassadas de criar esse tipo de saída, ou a pouca adesão às linhas do FMI (por conta das condicionalidades), e mesmo a incapacidade de se construir maior legitimidade no fundo através da reforma de algumas estruturas e programas são provas da falta de avanço na governança global para além das circunstâncias específicas e interesses urgentes do período de crise.

Como será explorado na próxima seção, o G20, contudo, possuiu papel relevante na definição das demandas regulatórias surgidas após a crise. Foi neste fórum que ocorreram negociações de maneira a delinear os temas mencionados anteriormente.

Em suma, o G20 empolga enquanto promessa de um futuro mais inclusivo na definição dos rumos da finança e economia internacional. Pela oportunidade de discussão mais ampla, e por reconhecer a maior relevância das economias emergentes, porém, guarda a insegurança com relação a esse tipo de iniciativa internacional e seu real alcance:

There is no question that the world needs an informal, non-law making, body that brings together finance ministers at regular intervals, several times a year (they all face a similar set of issues stemming from global financial connectivity). There is also no question that the expansion to the G20 represents a big improvement on the G7. Yet in the longer term the G20 is of uncertain viability. (WADE, 2009: 553)

Além do esforço de governança representado pelo G20, e da demonstração de liderança e do Poder Estrutural dos EUA como garantidor de liquidez no meio ao colapso

financeiro, é fundamental destacar a questão de manutenção do *status quo* na organização do sistema monetário internacional. A observância de continuidade da posição do dólar como principal moeda internacional é relevante porque evidencia que as estruturas de poder, como reorganizadas a partir dos anos 1970, mantêm-se em relação semelhante no pós-crise.

Nesse sentido, a não ruptura do principal alicerce de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional é mais um dos aspectos do pós-crise que decepcionou as previsões dos analistas preocupados com o declínio da hegemonia dos EUA, e que reforça a percepção de manutenção do Poder Estrutural do país. Ou seja, há continuidade nas relações de poder e riqueza, de um ponto de vista estrutural, permitindo a compreensão de que não há reconfiguração significativa nas condições que definem a regulação financeira internacional.

O dólar não apenas se manteve na posição de principal divisa na hierarquia de moedas, como teve sua preponderância fortalecida. A despeito de uma breve desvalorização em relação ao euro e ao franco suíço em dezembro de 2007, observou-se uma valorização subsequente: *“Ultimately, the weakening of the dollar against the world’s major currencies would not last long. By the following summer, the dollar began one of its steepest periods of appreciation since it began floating in 1973.”* (MCDOWELL, 2011: 173)

Como já exposto, a arquitetura financeira internacional possui como um de seus principais alicerces a posição dominante do dólar na hierarquia internacional de moedas. Conforme observado na introdução, Helleiner (2014: 47) assume que um dos aspectos de funcionamento da economia internacional no qual especialistas apontaram possível mudança seria na definição da moeda internacional.

Se não ameaçado em seu marco monetário, o sistema poderia ser palco de uma ascensão de outras alternativas monetárias, na medida em que o euro e algumas outras moedas se aproveitassem das incertezas na economia internacional para crescer como reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta internacional.

Nesse sentido, a decadência do dólar era esperada em caso de um evento de grandes proporções que pudesse finalmente disparar o gatilho da desconfiança sobre a divisa norte-americana e o valor dos ativos básicos do sistema financeiro internacional, como os títulos da dívida pública dos EUA.

Essa percepção advinha do longo déficit em conta corrente observado nos EUA, do significativo endividamento externo sem a perspectiva de equilíbrio comercial ou orçamentário, do fortalecimento de alternativas como o euro e da disposição política de outras autoridades nacionais em diminuir seu comprometimento com o sistema por causa dos custos que o mesmo gerava.

Por ser baseado em uma economia de grandes proporções, com um sistema financeiro também desenvolvido, embora sem a mesma profundidade do mercado nos EUA, o euro representava a principal alternativa ao dólar,. Contudo, um dos motivos pelos quais o dólar foi utilizado como porto-seguro dos investidores internacionais está relacionado ao fracasso do euro em se oferecer, ou mesmo concretizar a expectativa, de funcionar como uma alternativa viável.

A despeito de ser emitido por um Banco Central não afeito a pressões políticas e estar relacionado a uma grande economia continental, o euro fracassou nesse papel por não possuir um mercado financeiro totalmente integrado e pelo mercado de títulos públicos não atingir o mesmo grau de liquidez e profundidade que o norte-americano, dada a ausência de unidade fiscal europeia.

Outro aspecto que afastou a busca pelos ativos denominados em euro foi a ausência de políticas claras para tempos de crise. As políticas unilaterais adotadas pelos governos para resgatar as instituições financeiras sob sua jurisdição afastaram agentes financeiros, preocupados com a falta de coordenação e integração.

Contra intuitivamente, a tendência que se manifestou na economia internacional foi a de procura por dólares e ativos na moeda americana. Inúmeros bancos não americanos, não apenas europeus, possuíam, conforme mencionado, uma grande gama de ativos denominados em dólar e nos anos pré-crise faziam uso de empréstimos de curto-prazo para operar sua estrutura de ativos. No auge da crise, com a falta de liquidez, essas instituições continuaram a demandar dólares para que pudessem financiar suas posições.

No contexto de congelamento dos mercados interbancários, dos empréstimos de curto-prazo e de desvalorização de ativos financeiros a nível mundial, as instituições necessitavam, portanto, comprar dólares para equacionar sua contabilidade e suas posições alavancadas.

Paralelamente ao apoio encontrado nos investidores privados, os receios de governos abandonando suas posições em dólar também não se concretizaram. Por conta de uma motivação política, ou mesmo pelo peso que a desvalorização da moeda

estadunidense gerava sobre suas reservas, alguns dos países emergentes mantiveram e até ampliaram o volume de suas reservas em dólar. O Brasil, segundo aponta Helleiner (2014), teve um aumento de suas reservas oficiais entre 2007 e 2009 de 29,2%, enquanto que Chile, Tailândia e China ampliaram as suas em 42,8%, 56,9% e 56,9%, respectivamente.

O governo chinês, nesse caso, por ser o principal detentor de ativos em dólar, influenciou o mercado, reforçando a estabilidade do sistema, com sua decisão de aumento de suas reservas:

Because of the scale of its reserves, China's decisions were particularly important. At the very height of the crisis in mid-September 2008, US officials received assurances from the top Chinese leadership that they were preventing their own officials and financial institutions from selling US investments. Indeed, from 2007 to 2009, China's stash of overall reserves grew enormously from \$1.528 trillion to \$2.399 trillion. China thus acted as a stabilizer rather than a destabilizer during the crisis. (HELLEINER, 2014: 52).

Contrariando expectativas de ruptura, a reação dos países emergentes pode ser explicada pela própria estrutura e funcionamento do sistema. A busca por acumulação de reservas em dólar por parte dos países emergentes está relacionada à necessidade dos mesmos diminuírem sua vulnerabilidade externa, reduzindo a dependência do capital internacional⁸⁸.

A possibilidade de utilização das reservas de maneira política se mostrou uma possibilidade não explorada, por conta da utilidade das reservas: *“The global financial meltdown represented a moment when the war chest of reserves was finally proving its worth as a bulwark against external instability. Rather than dumping reserves, governments sought to preserve and even increase them.”* (HELLEINER, 2014: 54).

Dessa maneira, mesmo que em um momento de crise, e de um contexto de possível questionamento do papel internacional do dólar, a manutenção de reservas da principal moeda utilizada na economia internacional significa uma proteção à instabilidade. A segurança, no nível político doméstico, de que seus cidadãos não serão expostos a súbitas fugas de capital internacional e de movimentações bruscas no câmbio.

Além do dólar ser a moeda internacional, o mercado financeiro norte-americano é muito vantajoso em função de ser o único com mercado secundário suficientemente

⁸⁸ A crise asiática de 1997/1998 deixou marcas nas sociedades, especialmente aquelas que precisaram recorrer ao FMI e às condicionalidades austeras de seus empréstimos. Nesse sentido, vários países emergentes incorreram na estratégia de acumular reservas em dólar para diminuir sua restrição externa e a dependência política associada.

profundo para que posições em ativos denominados em dólar possam ser negociados caso necessário, em especial se esses ativos forem títulos da dívida pública norte-americana:

As during other postwar international financial crises, investors flocked to US Treasury bills as a kind of safe haven in the storm. Given that the crisis was centered in the United States, it may seem odd that US government debt was perceived as a safer asset during the crisis than others. But the US Treasury bill market was one of the few financial markets that remained liquid and continued to operate smoothly during the crisis. (HELLEINER, 2014: 51).

Ou seja, o funcionamento do sistema, definido pelo poder estrutural norte-americano, como coloca Strange (1994), limita as opções dos atores envolvidos na economia internacional de tal maneira que os mesmos se enxergam sem alternativas viáveis. Nesse contexto, mais vale manter o comportamento sistêmico, com as assimetrias de privilégios consagradas, reforçar sua dinâmica em direção à recuperação econômica internacional, buscando um contínuo acúmulo do próprio poder, do que romper com o sistema.

A oportunidade de se incentivar a dinâmica de recuperação do sistema via financiamento dos Estados Unidos, em especial para a China, dependente das importações do mercado estadunidense, esteve também influenciada pela preocupação das autoridades chinesas com seu ambiente doméstico. Choques muito duros na demanda da economia norte-americana, para além do momento de crise, poderiam gerar instabilidade econômica nesses mercados emergentes, com queda no nível de crescimento econômico e de emprego.

Nesse sentido, a ruptura com o sistema, por parte da segunda maior economia do mundo, produziria desestruturação, constringendo o governo norte-americano a agir também unilateralmente, solapando a ordenação imposta desde a década de 1980, e exigindo uma nova reestruturação em bases políticas novas.

A falência do sistema, porém, não ocorre sem que muitas atividades produtivas ao redor do mundo sofram com essa desestruturação, e no caso chinês, como no de outros países emergentes, o desgaste doméstico seria significativo, possivelmente alavancando redefinições sociais e políticas nas lideranças nesses locais.

Ou seja, do ponto de vista das autoridades que poderiam se beneficiar no longo prazo de uma maior internacionalização de suas moedas, o custo para esse processo seria bastante elevado. Não apenas o custo econômico, já que uma corrida contra o dólar ou contra os títulos levaria à desvalorização de suas posições, e agravamento dos efeitos

negativos da crise por conta da instabilidade, mas também do custo político. Sacrificar a rota à estabilidade assumida pelos agentes da economia internacional produziria ainda maior instabilidade econômica, prejudicando todos envolvidos com o *status quo* do sistema interestatal capitalista, inclusive aqueles grupos domésticos sobre os quais se apoiam os tomadores de decisão dos países periféricos e centrais.

Ao redor das hierarquias de poder de cada aspecto estrutural que definem o ordenamento do sistema interestatal capitalista, estão entranhados diversos grupos domésticos, de maneira que a ordem internacional se sustenta de dentro para fora desses Estados. Esse é um dos principais atributos políticos da globalização financeira.

Diante dessa estrutura de funcionamento do Sistema internacional, não é difícil compreender o motivo pelo qual os receios de esvaziamento do dólar não se concretizaram. O euro enquanto alternativa, como aventado no pré-crise, fracassou. A instabilidade da zona do euro, e a falta de um produto como os títulos do tesouro norte-americano – junto a profundidade de tal mercado - deixaram os investidores com a única opção de se manter no dólar.

Cabe destacar, contudo, que o comportamento dos atores ao longo da crise não foi, no entanto, cooperativo. Foram decisões unilaterais de cada ator, dentro das oportunidades oferecidas pela estrutura do sistema, que ofereçam suporte oficial ao dólar, embora o governo norte-americano tenha realizado esforços no sentido de se manter em contato com seus principais credores.

Ou seja, decisões não coordenadas forneceram estabilidade ao funcionamento do sistema por conta do poder estrutural dos Estados Unidos, tendo o dólar como moeda internacional e Wall Street como o maior e mais profundo centro financeiro internacional.

Observa-se que a preponderância dos Estados Unidos é estrutural e no contexto de crise, se reforça sua capacidade única de salvaguarda e reorganização do sistema. Ainda que este seja assimétrico.

Com efeito, observou-se que enquanto alguns países experimentaram fuga de capitais estrangeiros, com crises nos balanços de pagamento, no câmbio e nos investimentos pelo colapso dos ativos, nos Estados Unidos observou-se o movimento contrário. Entrada de capitais e fortalecimento do dólar, facilitando as políticas de resgate aos bancos, fornecimento de liquidez ao sistema via swaps entre Bancos Centrais e estímulo keynesiano à atividade econômica.

Como se pode observar, portanto, o papel de liderança dos Estados Unidos foi de fundamental importância para o controle e estancamento da crise. Apoiado sobre seu poder estrutural, baseado no privilégio e poder de deter a moeda internacional e o principal centro financeiro do mundo, os norte-americanos conseguiram atuar como emprestadores de última instância e impedir que o cenário de crise de liquidez se transformasse em um pânico generalizado com medidas unilaterais competitivas

Mas qual a motivação das autoridades e lideranças políticas dos Estados Unidos em atuar enquanto emprestadores de última instância e líderes dos esforços de controle da crise?

McDowell (2011: 166-170), analisando as posições e necessidade de dólares dos bancos europeus, e o choque potencial sobre o mercado de crédito estadunidense a partir de um eventual calote no mercado de crédito internacional, prefere destacar o interesse defensivo das autoridades dos EUA: *“Of all the short-term dollar funding sources, the US financial system was most acutely exposed to interbank lending and especially money market loans to non- US entities.”* (MCDOWELL, 2011: 167)

Essa posição defensiva advém do fato que as mesmas instituições que forneciam crédito ao mercado internacional desempenhavam um papel relevante no doméstico. O calote sobre essas instituições poderia gerar um efeito em cascata direto sobre a realidade financeira estadunidense⁸⁹.

Já para Helleiner (2014: 39), esse papel de liderança é histórico e em parte pode ser explicado pela continuidade. Desde Bretton Woods os EUA assumiram a liderança do sistema perante crises econômicas e financeiras internacionais, fosse através de suas instituições financeiras ou via programas de Swap. Historicamente, o interesse em assumir a responsabilidade de liderança está relacionado aos interesses das principais instituições financeiras e grupos empresariais do país, à presença de muitos atores estrangeiros nos mercados norte-americanos, e à integração entre os mercados domésticos e estrangeiros.

Por sua vez, Drezner (2012: 13) levanta uma questão relevante ao refletir sobre por que o sistema funcionou. Outros eventos de instabilidade internacional, como o fim de Bretton Woods, os choques do petróleo na década de 1970, e o fracasso do mecanismo

⁸⁹ *“As Baba et al. (2009) estimate, the same prime funds that were lending heavily to foreign institutions had also lent roughly \$1 trillion to US institutions, meaning that they provided an incredibly important role in the American credit market as well.”* (McDowell, 2011: 167)

de câmbio europeu no início dos anos 1990, não obtiveram uma significativa resposta sistêmica por parte das Grandes Potências. O que levou atores com poder suficiente, a encarar a crise do *subprime* como um desafio coletivo?

Ademais, o mesmo autor, também enfatiza que mesmo em períodos nos quais a hegemonia norte-americana era menos contestada e bastante superior a todos seus concorrentes em termos econômicos, houve dificuldades em se passar agendas complexas na governança econômica global. O autor cita o fracasso na ratificação da Carta de Havana que teria criado a *International Trade Organization*, a incapacidade no momento pós-Bretton Woods de se prever o aumento dos preços do petróleo pela OPEC, os impasses macroeconômicos que se seguiram à ruptura do padrão dólar-ouro, e mesmo os efeitos negativos, para o Japão, dos Acordos de Plaza.

Nesse ponto é interessante verificar a importância das inflexões que a esfera política internacional impõe sobre a trajetória da governança econômica global. Embora não caiba discuti-los, todos esses episódios estiveram influenciados por circunstâncias geopolíticas, impactando a realidade das decisões e negociações.

Essa talvez seja a variável que mais falta articular nas explicações sobre a crise: O entendimento histórico de prazo alongado das disputas de poder, geopolíticas ou não, e da construção mais recente das estruturas do atual poder norte-americano, inserida em uma longa estrutura histórica de luta pelo acúmulo e manutenção de poder a nível internacional.

Com efeito, em linha com o objeto tratado neste trabalho, observa-se que as motivações para a cooperação e a manutenção do *status quo* partem da posição estrutural do poder norte-americano. A estrutura do poder dos Estados Unidos, em especial na esfera monetária e financeira cria constrangimentos e incentivos aos demais atores do sistema. É capaz de influenciar não apenas no nível interestatal, mas cria condicionantes no nível doméstico de variados países. Drezner reconhece esse aspecto da realidade internacional:

(...) U.S. power and leadership during the recent crisis turned out to be more robust than expected. This was particularly true in the financial realm. Despite occasional grumblings among the BRICs, the U.S. dollar's hegemony as the world's reserve currency remains unchallenged, giving the United States the financial power that the United Kingdom lacked eight decades ago. (DREZNER, 2012: 13)

Five years ago, there were rampant fears that waning American power would paralyze global economic regimes. The crisis of the Great Recession exacerbated those fears even further. A review of policy outcomes, policy output, and institutional resilience shows a different picture. (...) Existing global governance structures, particularly in finance, have revamped

themselves to accommodate shifts in the distribution of power. (DREZNER, 2012: 18)

Kirshner (2015) converge com Drezner (2012) ao reconhecer que o “teto não caiu”, e que a performance econômica global em alguns trimestres se recuperou da depressão. Entretanto, o sistema que teria funcionado é o mesmo que causou a crise e deixado majoritariamente como antes pode contribuir para outras. Nesse sentido, enquanto as respostas dos líderes mundiais cumpriram a tarefa crucial de estancar os efeitos negativos e prevenir um colapso da economia mundial, a cooperação internacional continua aquém do necessário.

Essa condição de aparente recuperação cria uma ironia, pois parte da população e massa crítica retomam sua condição de complacência com o sistema uma vez que o pior foi evitado:

This welcome result, however, should not be confused with a happy ending. Even though the right emergency medicine was dispensed this time, the health of the financial system remains dismal, and the risk of future illness is ongoing. (KIRSHNER, 2015)

High finance, drunk on systemic risk, drove its Maserati ever more recklessly until it inevitably crashed, totaling the real economy. Inside the car, the seat belts held and the airbags deployed. Emergency crews rush to the scene. Climbing from the wreck, financed dusted itself off and expressed regret about the unforeseeable accident. Its government-sponsored no-fault insurance promptly provided a shiny new replacement. As public officials tossed over the keys, they gently asked if a bit more care might be taken on the roads, a request barely audible over the sound of screeching tires. The system worked especially well – for some. (KIRSHNER, 2015)

2.3 O tema da Regulação Financeira Internacional e as iniciativas do pós-Crise

Conforme exposto no segundo item do primeiro capítulo, o sistema monetário e financeiro internacional ao longo do período da hegemonia norte-americana esteve marcado pelo controle rígido sobre a atividade financeira internacional. Herança das percepções sobre a relação causal entre as catástrofes do entreguerras, e a crise de 1929, o arcabouço regulatório era marcado pela segmentação e especialização das atividades bancárias, com mecanismos que visavam conter a competição dentro de mercados específicos como o das instituições receptoras de depósitos. Complementado pelo controle de fluxos financeiros internacionais.

Essa estrutura regulatória se manteve em funcionamento, com pequenas alterações, até os anos 1980. No pós-guerra, as mesmas noções que a serviram como orientação foram utilizadas como alicerces do novo ordenamento econômico internacional caracterizado pelos acordos de Bretton Woods.

Por propiciar pouca liberdade ao movimento internacional de capitais, o sistema de Bretton Woods não demandou o desenvolvimento de regulação financeira internacional a um nível de cooperação internacional. Diferente do regime cercando as atividades de comércio internacional, a regulação financeira não era um tema relevante na arena internacional, muito menos entendida como fundamental para o desenvolvimento econômico global e para os objetivos políticos do bloco ocidental liderado pelos EUA.

Conforme analisado e discutido neste trabalho⁹⁰, os desafios políticos internacionais enfrentados pelos EUA, mais o advento do euromercado, hipertrofiado nas décadas de 1960 e 1970, como um espaço de livre movimentação e operação dos fluxos de capital, e outras circunstâncias históricas, acabaram por levar a uma transformação nos acordos de Bretton Woods. Posteriormente, também a uma transformação na estrutura regulatória nos Estados Unidos. Por conta da posição do dólar, do fortalecimento do mercado financeiro norte-americano e de sua renovada trajetória desregulada, as demais praças financeiras do mundo não tiveram opções senão acompanhar o processo internacional de liberalização financeira.

Nesse sentido, a regulação financeira internacional, excetuando-se o período anterior à Segunda Guerra Mundial, que não é objeto dessa pesquisa, é um fenômeno relativamente recente. Foi neste cenário de crescente interdependência econômica e financeira, com o fim dos controles de capitais e abandono das paridades de câmbio fixo que as instituições financeiras lograram romper com os constrangimentos aos quais estiveram sujeitas ao longo da hegemonia norte-americana.

A partir da década de 1970, como intentou-se expor, é que as atividades dessas instituições passaram a produzir desafios políticos e econômicos a ponto de produzir conflitos e crescentes preocupações a nível internacional com suas operações.

Sem um arcabouço internacional, os reguladores nacionais passaram a enfrentar os desafios trazidos pela globalização financeira apenas com as ferramentas à sua disposição. Desta transformação circunstancial nos desafios impostos aos reguladores

⁹⁰ Vide capítulo 1, itens 2 e 3.

nacionais e dos constrangimentos à solução de seus problemas é que surgiu o sistema descentralizado de RFI baseado em redes informais.

Esse sistema se construiu ao redor das demandas pontuais surgidas com os diversos eventos de crises que se manifestaram desde a reorganização das estruturas de poder norte-americanas que se consolidam na década de 1980. A crise mais recente é mais um desses exemplos, e apesar das expectativas e demandas por maior constrangimento à livre atuação das instituições financeiras, manteve-se o padrão histórico.

Para se compreender o fenômeno de manutenção do status-quo, objeto deste trabalho, é necessário analisar quais são as principais transformações na RFI observadas no pós-crise. Diante desse contexto, o objetivo deste item é analisar as iniciativas surgidas na esfera da regulação financeira internacional como respostas à crise financeira de 2007/2008. Entender seu contexto histórico e analisar as propostas e transformações específicas ocorridas permite a qualificação da análise já desenvolvida acerca das estruturas que influenciam a RFI. Para tanto, este item foi dividido em quatro partes.

Na primeira, se expõem as origens históricas e algumas características do fenômeno da regulação financeira internacional. Procura-se desenvolver esta análise à luz da interpretação teórica e histórica exposta no primeiro capítulo. Nesse sentido, compreende-se o surgimento da regulação financeira internacional como recurso paliativo à manutenção da trajetória de reestruturação econômica e política internacional que se inicia nos anos 1970 e se consolida ao longo da década de 1980.

A segunda parte possui como foco a tentativa de aprofundamento e consolidação da governança financeira global ao redor do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB). Surgido na esteira do alargamento da governança econômica global, com o crescimento de relevância internacional do G20, o FSB substituiu o FSF, e desempenhou papel relevante na consolidação da reforma regulatória proposta.

Na terceira parte, trata-se do Acordo de Basileia III, analisado à luz das demandas regulatórias surgidas e de seu alcance enquanto arcabouço para impedir a ocorrência de novas crises financeiras. Por fim, apresenta-se uma síntese do argumento desenvolvido à guisa de conclusão.

2.3.1 HISTÓRICO DA REGULAÇÃO BANCÁRIA INTERNACIONAL

A hipertrofia do sistema financeiro internacional baseada na desregulação, na dinâmica gerada pelas inovações financeiras e na forma de operação dos bancos ocorreu em consonância à expansão do poder estrutural norte-americano. A crescente liberalização dos mercados financeiros nacionais contribuiu para a formação de um amplo espaço conjunto de atuação internacional, no qual as grandes instituições financeiras passaram a concorrer globalmente, sendo, a construção desse espaço, essencial para sustentar o sistema monetário internacional do dólar flexível.

Contudo, dada a instabilidade endógena do sistema financeiro, observaram-se crises, algumas pontuais, outras de efeito mais amplo, que ensejaram o surgimento de demandas regulatórias. Temas como a coordenação entre bancos centrais em momentos de crise, os limites jurisdicionais das responsabilidades dos mesmos, e também as assimetrias competitivas a que estavam sujeitos os bancos com atuação internacional por conta de suas nacionalidades de origem foram sendo tratados ao longo dos anos pelas autoridades regulatórias nacionais e internacionais.

Por conta dos efeitos gerais de transformação no funcionamento e operação do sistema monetário e financeiro internacional, ao longo dos anos 1960 e 1970 se intensificaram reuniões do G-10⁹¹ para tentativa de coordenação nas taxas de câmbio e nos fluxos monetários. Paralelamente, os especialistas em bancos e regulação também sofreram com a nova realidade das finanças internacionais:

The world of self-contained domestic financial systems to which they were accustomed was rapidly changing. While banks had been expanding internationally since the 1950s, the trend accelerated, making it ever more difficult for national authorities to regulate and supervise their worldwide activities. Banks also found a major new source of revenue – and risk – in the massive new foreign exchange markets. (VERDIER, 2013: 1416)

Em 1974, o colapso de bancos com atuação internacional, dentre eles, notoriamente, o Banco Herstatt na Alemanha, lançou luz sobre o impacto de falências bancárias sobre o sistema de pagamentos e sobre o efeito de contágio entre fronteiras.

A conhecida resposta das autoridades a esse desafio foi a criação, por parte do G-10, do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision* - BCBS):

In response to these and other disruptions in the international financial markets, the central bank governors of the G10 countries established a Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices at the end of

⁹¹ *Group of Ten*. Grupo formado por: Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Holanda, Itália, Japão, Reino Unido, Suécia e Suíça. Este último país não sendo membro fundador, daí o nome G10.

1974. Later renamed the Basel Committee on Banking Supervision, the Committee was designed as a forum for regular cooperation between its member countries on banking supervisory matters. Its aim was and is to enhance financial stability by improving supervisory knowhow and the quality of banking supervision worldwide. (BIS, 2015)

A criação desse comitê, contudo, não significou um arranjo institucional duradouro e com pretensões multilaterais. Segundo Verdier (2013), o *ethos* prevalecente foi o da informalidade. O comitê serviria como um fórum de reguladores para trocar experiências e ideias e aplicar conhecimento adquirido em seus próprios sistemas de regulação e supervisão, uma contribuição indireta pelo fortalecimento da regulação bancária global. O objetivo não seria, portanto, o de criar harmonização entre as soluções regulatórias dos diferentes países.

Após a crise bancária do Herstatt evidenciar o risco nos pagamentos e transações em moeda internacional, foi realizado um acordo definindo as responsabilidades entre o país sede (*host*) e o país de origem (*parent*) da instituição financeira para evitar outros episódios de fracasso no pagamento e contágio entre instituições internacionais.

Seguiu-se, portanto, a solução, negociada no âmbito do BCBS, do primeiro desafio regulatório financeiro internacional, com a publicação da Concordata de Basileia em 1975. Acordo selado entre os líderes dos bancos centrais para definir a responsabilidade entre supervisão e resgate perante eventuais crises no sistema liberalizado que se formava:

The first Basle Concordat of 1975 was an agreement among the central bankers organized through the Bank for International Settlements at Basle, Switzerland, that the 'host' country and the 'parent' country would share responsibility for supervising the activities of the foreign branch of a transnational bank. (STRANGE, 1994: 114)

Em sequência a esse ocorrido, já no início da década de 1980, vieram outros acontecimentos a marcar o ambiente regulatório internacional. Em decorrência da política de elevação de juros praticada pelo Fed no final da década de 1970 e início da de 1980, teve origem a crise da dívida dos países latino-americanos.

Suas economias passaram a enfrentar grandes dificuldades para cumprir com as obrigações de pagamento de juros perante os credores internacionais. O calote atingiu as instituições financeiras norte-americanas e britânicas, as quais haviam destinado os volumes de capital multiplicados no Euromercado à países em desenvolvimento, para explorar taxas de juros maiores, dentre eles os latino-americanos.

No mesmo período, segundo relata Kapstein (1992: 268-271) o ambiente financeiro internacional esteve caracterizado por conflitos relacionados à disposição dos bancos centrais a atuarem como emprestadores de última instância. A principal questão girava em torno de qual banco central deveria ser considerado responsável pelas atividades internacionais de instituições financeiras de sua nacionalidade.

A solvência dos bancos de atuação internacional era particularmente sensível pois a generalização da informação de que os mesmos não poderiam arcar com as perdas dos empréstimos traria uma possível corrida aos bancos, desestabilizando significativamente a economia internacional. Diante do perigo do colapso do comércio, dos investimentos e fluxos financeiros entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento as autoridades norte-americanas responderam ativamente.

Ainda de acordo com Kapstein (1992), o então presidente do Fed, Paul Volcker, sabia da importância da liderança de uma atuação ativa e de liderança dos Estados Unidos⁹² para conter a crise. Entretanto, também possuía consciência das restrições à sua atuação advindas do ambiente doméstico e da reticência do Congresso em concordar com resgates a bancos em um contexto de recessão econômica e de deterioração da posição financeira do governo federal, observadas no início dos 1980.

Nesse sentido, atingido rara convergência, Volcker e o Secretário de Tesouro, Donald Regan, definiram um plano para lidar com a crise da dívida que envolveria dois níveis de atuação. O primeiro, de curto prazo, giraria em torno de gerenciar a falta de liquidez, através de acordos bilaterais (EUA – México), e acordos Internacionais (através da ampliação da capitalização do FMI), impedindo a falência de instituições financeiras com o possível calote das economias periféricas e seus efeitos negativos sobre a economia internacional. Com o mesmo intuito, também foram utilizadas a reestruturação de dívidas e o fornecimento de novos empréstimos por bancos comerciais.

O segundo nível do plano, de longo prazo, seria estabilizar as instituições financeiras com problemas por conta da crise e restaurar as economias dos países devedores para permitir o regresso espontâneo dos mesmos à economia internacional. Essa estratégia se baseava na busca pela promoção da liberalização econômica através da

⁹² “*Their [bancos] key role in a developed financial system had made it imperative for the governments of the creditor countries to intervene to help them. Since it was US banks who had conspicuously overlent in Mexico, it was the US government that took the lead in 1982 to come up with emergency aid, and then to insist that the banks also did their bit.*” (STRANGE, 1994: 113).

instituição dos Planos Baker e Brady e do fortalecimento dos bancos internacionais através da definição de padrões de regulação bancária (Acordo de Basileia).

O principal receio de Volcker e os demais líderes dos Bancos Centrais era o do colapso do sistema de pagamentos internacionais. Conforme se desenrolou a crise da dívida, os lucros dos bancos apresentaram queda, induzindo diminuição no preço das ações. A perda de valor acionário, por sua vez, limitava a capacidade dos bancos em atrair investimentos (*equity*) em termos de participações e de capital próprio (*core capital*). Havia, portanto, o risco de um ciclo vicioso de desvalorização e queda nos lucros, motivando o receio de que grandes bancos internacionais experimentassem uma queda significativa de confiança e, conseqüentemente, fuga de capitais, ou corrida bancária. Esse processo, se iniciado, poderia contagiar outras instituições financeiras internacionais não diretamente ligadas à crise da dívida, agravando o efeito.

O risco de uma escalada global de espiral negativa sobre os bancos internacionais motivou maiores preocupações nas autoridades monetárias e regulatórias nacionais. Estas necessitariam socorrer seus bancos de maneira a evitar cenários econômicos negativos, o que exigiria processos no nível doméstico politicamente custosos. Kapstein (1992) ressalta essa como a principal causalidade a influenciar a convergência regulatória nas potências industriais.

Conforme abordado no capítulo anterior, a expansão do sistema financeiro da globalização ocorreu com ampliação da participação das instituições financeiras em mercados internacionais. Alguns bancos passaram a derivar significativa parte de seus rendimentos de operações fora de seu país sede. Nesse sentido, em função de propiciar maior segurança para o SFI, demandava-se um acordo internacional entre os principais bancos centrais do mundo.

Ao mesmo tempo, por conta do contexto de crise e impasse regulatório, o BIS havia encomendado uma pesquisa ao Comitê de Basileia sobre a posição dos bancos com atuação internacional, incluindo a necessidade de se criar uma metodologia única para mensurar a exposição bancária.

A conclusão desses trabalhos consolidou o entendimento de que a melhora nos níveis de capital seria fundamental para restaurar a confiança no sistema de pagamentos internacionais, e que os níveis de capital mínimo não poderiam ser relaxados, devendo ser elevados. Esbarrava-se, contudo, na heterogeneidade da regulação dos países:

Central bankers agreed about the crucial role of bank capital in restoring public confidence in the payments system, and they agreed that capital levels

should not be allowed to drop further; what they could not agree on was a common policy Project to achieve a single standard. (KAPSTEIN, 1992: 276)

Com efeito, em alguns países europeus como Bélgica, França e Reino Unido, um mecanismo de adequação ao risco do capital aplicado em carteira já havia sido incorporado. A adequação de capital mínimo já respondia aos tipos de ativos detidos pelas instituições financeiras.

A realidade nos EUA era diferente. Com agências variadas responsáveis pela supervisão, a relação entre capital mínimo e ativos era de 5,5% utilizada pelo Fed, pela *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*, e pelo FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*). Não havia, contudo, diferenciação quanto aos tipos de ativos presentes no portfólio das instituições. Fossem empréstimos aos países do Terceiro Mundo, ações de empresas listadas na bolsa, ou títulos do tesouro, o percentual requerido era o mesmo. (KAPSTEIN, 1992: 277)

Nesse sentido, o advento da falência do Banco Continental de Illinois, em maio de 1984, funcionou como um catalizador da posição norte-americana ao redor da importância na sofisticação de seus controles prudenciais.

Isso porque, o resgate a esse banco não poderia passar uma mensagem de que o Fed atuaria como prestador de última instância e estabilizador do sistema em qualquer caso. Era necessário, que junto ao resgate, o Banco passasse a ser sujeito a um novo constrangimento regulatório. Havia o receio de se fomentar o risco moral.

De acordo com entrevistas realizadas por Kapstein (1992: 279) com membros do Banco da Reserva Federal de Nova Iorque, as propostas feitas pelos banqueiros centrais do sistema da Reserva Federal para incrementar a regulação bancária foram inicialmente vistas com reservas pelos membros das demais agências como FDIC e OCC. A proposta, apesar de alicerçada sobre pesquisa científica sólida, obrigaria o FDIC a um esforço muito grande de implementação entre os mais de 10.000 bancos comerciais estadunidenses.

Ademais, haveria considerável dificuldade em criar um padrão internacional com base em um modelo complexo, em especial porque a maioria dos países não possuía fundo garantidor de crédito. Diante de tais impasses, os reguladores norte-americanos se aproximaram dos britânicos e convergiram para um padrão semelhante ao consolidado na Inglaterra.

Dessa feita, em janeiro de 1986 a Diretoria da Reserva Federal (*Federal Reserve Board*) propôs medidas que incorporavam a aferição de risco (*risk-weighted*) ao modelo

de requerimento de capital. A proposta buscava compreender os novos riscos associados aos balanços patrimoniais, como os de dívidas soberanas e a exposição a ativos fora do balanço. Objetivava também recompensar os bancos que mantivessem ativos mais líquidos, e aproximar a regulação doméstica daquela dos países industriais.

A resposta do setor privado, notadamente da Associação Americana de Banqueiros (*American Bankers Association – ABA*) foi de oposição às mudanças na regulação.

Como sempre são custosas e obrigam a adaptação dos negócios e das práticas mais comuns no setor, a resposta foi negativa. As críticas se baseavam em dois pontos. O primeiro o da concorrência interna, entre bancos comerciais e outras instituições que ofereciam serviços financeiros no país. Como foi abordado no primeiro capítulo, a regulação mais dura para os bancos comerciais e a concorrência com outras instituições foi uma das principais motivações para o surgimento das inovações financeiras. A concorrência era dura aos bancos comerciais porque alguns aspectos da regulação não atingiam instituições que concorriam pela captação e investimentos.

A segunda crítica seria por conta da competição com instituições estrangeiras. A proposta iria exacerbar a desigualdade competitiva entre os bancos norte-americanos e as demais instituições internacionais.

De acordo com Carvalho (2005), a definição de um padrão de coeficientes de capital próprio para os bancos não tinha como intuito principal o estabelecimento de normas alternativas àquelas com foco na liquidez. Procuravam, na verdade, a equalização da competição entre os bancos americanos, europeus e japoneses:

Uma desvantagem que foi particularizada era a característica dos bancos americanos de operar com capital próprio relativamente elevado, enquanto bancos europeus e japoneses operavam praticamente apenas com recursos de terceiros. Esta diferença implicava custos de capital mais elevados para bancos americanos, que tinham de emitir ações ou outras formas de papéis para constituir um patrimônio líquido que bancos concorrentes estavam dispensados de obter. (CARVALHO, 2005: 17)

Analisando o ambiente doméstico norte-americano, Tarullo (2008), chama atenção para a indisposição do Congresso em estender recursos à solvência dos bancos em um contexto de dificuldades econômicas domésticas e internacionais e necessidade de ampliação do capital do FMI. Contudo, os legisladores estadunidenses se mostraram receptivos a demandas relacionadas à competitividade internacional das instituições bancárias do país:

They were more receptive to complaints that the stricter capital regulation contemplated by Congress would seriously disadvantage the competitive position of those banks. The banks could argue, with some justification, that explicit or implicit government safety nets in other countries allowed foreign banks to maintain lower capital levels than comparable US banks. (TARULLO, 2008: 46)

A preocupação se agravava com o crescimento observado na posição internacional dos bancos japoneses. Segundo o mesmo autor, o crescimento de todo o mercado financeiro foi significativo entre 1974 e 1988, tendo, o total de ativos dos 300 maiores bancos, ampliado de US\$ 2,2 trilhões para US\$ 15,1 trilhões (TARULLO, 2008: 48). Contudo a posição relativa dos bancos americanos havia declinado, e a dos japoneses, crescido consideravelmente:

But during these 15 years the assets of the Japanese banks in this category increased by a factor of greater than 13, while the assets of the US banks represented among the top 300 did not even triple. The attention of US bankers and some policymakers was directed toward this divergence in relative growth rates and the market share changes that came along with it. Notably, the capital ratios of both Japanese and American banks had moved inversely to their market shares. (TARULLO, 2008: 48)

A posição dos banqueiros norte-americanos, e a sensibilidade das autoridades perante as mesmas, estressou a relevância de se retomar as negociações internacionais multilaterais para equalização das regras relacionadas às atividades bancárias em nível global.

As negociações no Comitê de Basileia seriam, contudo, difíceis. Tarullo (2008) ainda ressalta o caráter político das mesmas e a constante preocupação das autoridades envolvidas com o nível de competitividade internacional assumido por suas instituições. Para driblar as dificuldades em se equacionar as diferentes posições, e particularmente, superar a resistência europeia ao avanço do padrão desenvolvido nos EUA, as autoridades estadunidenses se aproximaram de suas colegas britânicas.

O padrão regulatório e a experiência britânica serviram de base para o padrão norte-americano, através dos relatórios feitos pelo Banco da Inglaterra. A Diretoria da Reserva Federal (*Federal Reserve Board*) se direcionou, portanto, à relação bilateral enxergando nos britânicos a convergência necessária para avançar, por extensão, seu tipo de regulação.

Pesou significativamente a importância de Londres dentro do sistema financeiro internacional, que, conforme mencionou-se, cresceu com o advento do Euromercado,

conforme aponta Glenn Tobin: “(...) *both New York and London, two of the most powerful financial markets in the world, would represent a major step toward convergence on the issue of capital standards.*”⁹³ (TOBIN, 1991: 221 apud KAPSTEIN, 1992: 281)

Pelo lado britânico, a convergência com a posição norte-americana era bem-vinda pois representava o fortalecimento do tipo de padrão já instaurado em seu ambiente. Dessa feita, em janeiro de 1987, o Fed e o Banco da Inglaterra anunciaram o acordo que definia o padrão de adequação de capital ao mercado bancário.

Os Estados Unidos e o Reino Unido, nesse sentido, retomaram as negociações no Comitê de Basileia no Outono (Set-Dez) de 1987. Com o contexto das negociações marcado pelo acordo bilateral, os demais países tiveram pouca alternativa a não ser adentrar as discussões já que o peso dos mercados financeiros de Londres e Nova Iorque eram muito significativos (como ainda o são) para serem ignorados.

O acordo, contudo, não foi simples de ser construído e adequado às posições dos demais países. Duras negociações se estenderam e as preferências de japoneses e europeus continentais foram tomadas em consideração, transformando significativamente o acordo inicial.

Kapstein (1992: 283) destaca que a coação do acordo bilateral ainda teve o mérito de facilitar a legitimação das posições dos banqueiros centrais japoneses e europeus perante suas arenas domésticas. Pensando em um jogo de dois níveis, um acordo no qual determinados aspectos são impostos pelos demais participantes é mais fácil de ser “explicado” frente ao insucesso da efetivação das preferências domésticas.

Com efeito, no dia 10 de dezembro de 1987 o Comitê de Basileia anunciou que seus membros atingiram um acordo para a convergência de aferições e padrão de capital para os bancos internacionais.

O Acordo de Basileia I foi, portanto, fruto de negociações originadas em um contexto de crise financeira internacional, e teve seu conteúdo definido majoritariamente pelas preferências das autoridades responsáveis pelos dois maiores mercados financeiros do mundo.

Observa-se, nesse sentido, a manifestação do caráter político das negociações que originam o primeiro acordo regulatório bancário internacional abrangente. Embora aspectos técnicos também tenham sido relevados, a definição do tipo de técnica

⁹³ TOBIN, Glenn. “National Rules and Global Money” PhD. Diss., Harvard University, Cambridge, Mass, 1991.

regulatória empregada segue circunstâncias políticas, que por sua vez foram influenciadas pela configuração das estruturas do SMFI da globalização financeira. Como realçou Strange (1994: 114): *“Like the debt question, the bank supervision problem is basically political, not technical.”*

A construção dos padrões de regulação ao redor do requerimento mínimo de capital, além de dar conta da demanda de nivelção da competição internacional também solucionava parte da discussão regulatória do período. Havia a preocupação com a inadequação dos instrumentos regulatórios utilizados até então.

Carvalho (2005) ressalta que o debate acadêmico na época se concentrava na questão do risco moral. Entendia-se que na relação entre banco e depositante não havia incentivos ao banco para assumir posições menos arriscadas com os fundos do depositante. Por operar com recursos alheios, as escolhas dos bancos diante das oportunidades hipotéticas de menor lucro com maior segurança ou maior lucro com menor segurança, seria sempre direcionada ao aumento da margem de lucro. Isso porque não havia a necessidade ou preocupação com os fundos do depositante, já que uma eventual perda não impactaria o capital da instituição financeira. A estratégia de regulação, portanto, fracassava em incentivar os bancos a assumirem posições mais seguras, diminuindo a eventualidade de crises.

A definição de coeficientes de capital mínimo aos bancos, além de nivelar o jogo competitivo internacionalmente, também ofereceria a solução para essa questão. Se fosse obrigado a lidar com a perspectiva de perda de seu próprio capital ao tomar as decisões de alocação de capital, os bancos teriam maior preocupação em assumir posições minimamente seguras. Ao atrelar o interesse do banco ao interesse do depositante, portanto, supunha-se criar uma regulação prudencial mais efetiva do que a praticada até então.

Dessa maneira, como medidas prudenciais foram criadas quatro categorias de riscos para classificar os créditos, relacionadas a um nível percentual de comprometimento do capital dos bancos conforme a segurança das aplicações realizadas.

Os títulos públicos dos governos foram estabelecidos como os mais seguros. Logo, se os bancos aplicassem capital nos mesmos, o nível de capital comprometido seria zero. Títulos oriundos de hipotecas, se possuíssem classificação de baixo risco (AAA), comprometeriam o capital dos bancos em 20%. Já no caso de empréstimos entre bancos,

o percentual subiria para 50%, e sobre demais operações o comprometimento seria da ordem de 100%. (TORRES FILHO & MARTINS, 2016: 23)

Para a aplicação desses critérios o capital regulatório foi dividido em duas parcelas. Uma conhecida como Capital de Nível 1 (*Tier 1 capital*), correspondente ao patrimônio líquido da instituição. A segunda, o Capital de Nível 2 (*Tier 2 capital*), definido como “formas menos puras de capital” e limitada ao valor do Nível 1. Esses níveis possuíam percentagem de proporcionalidade:

The accord created two minimum capital ratios: a bank's core capital, called "tier 1" capital by the committee, which was to be at least 4 percent of riskweighted assets, and a bank's total capital, which included so-called tier 2 components and was to be at least 8 percent of risk-weighted assets (TARULLO, 2008: 55)

Segundo Torres e Martin (2016: 23-25), o acordo de Basileia I era simples e objetivo. Os critérios definidos eram claros e homogêneos para todos os bancos. A definição de coeficientes de capital auxiliou a enfrentar o desafio do risco moral. A manutenção de níveis mínimos de capital solucionava parcialmente o problema, e Basileia I passou a ser encarado como um padrão importante de regulação prudencial.

O Acordo de Basileia I teve um surpreendente alcance. Foi aplicado a todos os bancos e não apenas aos de atuação internacional, como fora proposto originalmente. Não apenas os países do G10, que à época constituíam o BCBS, o adotaram, mas várias nações desenvolvidas e em desenvolvimento. Inclusive a aplicação das regras no nível doméstico foi estendida a todo o setor bancário desses países. Seu sucesso levou o FMI e o Banco Mundial a adotarem o acordo como elemento de avaliação da solidez financeira dos países membros. (CARVALHO, 2005)

Contudo, Basileia I nasceu com certo grau de obsolescência, tendo acelerado algumas mudanças na operação bancária. Acontece que ao conceber a atividade bancária tradicional de intermediação financeira pelo qual os bancos são conhecidos, deixaram lacunas na operação nos mercados que já vinham se desenvolvendo como o de títulos.

Conforme ressaltam Torres e Martins (2016: 24) e Carvalho (2005: 21), as regras do acordo tiveram efeitos negativos não previstos. As definições de risco, por serem grosseiras e pelo caráter tutelar, não possuíam exatidão em relação às avaliações de riscos mensuradas pelos mercados. Esse disparate, entre o padrão regulatório e a realidade, permitiu ganhos de arbitragem, contrários ao intuito do acordo. O crédito bancário

também era entendido como mais arriscado que as dívidas corporativas, o que de certa forma incentivou a securitização:

Outro lapso da norma era o fato de tratar desigualmente o crédito bancário dos títulos de dívida corporativas. Enquanto os primeiros reduziam a capacidade de os bancos expandirem seus negócios, a aquisição de dívida securitizada das empresas não era contada para fins de cálculo das margens regulatórias dos bancos. Basileia I acabou assim gerando um grande incentivo à securitização. (TORRES E MARTINS, 2016: 25)

Segundo Lall (2012: 612), o acordo de Basileia I passou a ser classificado como um instrumento de pouca utilidade para os reguladores e custoso aos bancos. Sem sequência, com o advento das crises financeiras observadas na periferia demonstraram que o arcabouço regulatório havia fracassado em se manter atualizado em relação à inovação financeira.

Já no início da década de 1990 surgiu uma primeira iniciativa de correção de rumos, uma emenda ao acordo original. Carvalho (2005) ressalta que a emenda ao acordo de Basileia I de 1995 permitiu solucionar as defasagens mais urgentes do acordo. Sua principal contribuição, contudo, foi a de definir o caminho sobre o qual se trilharia a reformulação mais ampla que viria em Basileia II.

A emenda visava solucionar o caráter obsoleto do que fora negociado na década anterior. Partia da noção de que o negócio bancário havia se transformado. Os bancos não funcionavam apenas como intermediadores financeiros, sendo-se necessário criar regulação sobre as atividades mais complexas e diversificadas. A solução encontrada foi a de passar a responsabilidade da aferição do risco ao próprio banco, o que, segundo Carvalho (2005: 22-23), ocorreu menos pela confiança no mercado e mais por conta da: “(...) percepção da limitação da capacidade dos reguladores em antecipar movimentos adversos por parte dos bancos e criar os obstáculos adequados para detê-los.”

O advento das crises financeiras periféricas da década de 1990, em particular a moratória mexicana em 1994 e a crise financeira do Leste Asiático em 1997-1998 foram choques sobre a governança financeira e evidenciaram a necessidade de readequação da regulação financeira internacional.

Segundo Helleiner (2014: 77), contudo, ao invés de fomentar a necessidade de ampliação do constrangimento à atividade financeira, formou-se a percepção de que ambas crises mencionadas, assim como os demais choques (Rússia, Brasil, Argentina, etc.) ocorreram por conta de políticas fracassadas nos países atingidos, incluindo práticas

de regulação e supervisão não convergentes com aquelas praticadas e apregoadas pelo ocidente.

Destaque na adesão ao Consenso de Washington, o México teve como diagnóstico de sua crise a ausência de práticas de divulgação de informações públicas, confiáveis e relevantes acerca de sua posição financeira e econômica geral no imediato pré-crise.

Por conta dessa avaliação, “*data transparency*” se tornou o novo mantra de organização dos mercados financeiros, com base na ideia de que mercados financeiros com boa informação e bom funcionamento seriam as melhores frentes de defesa contra eventos de crise. Na esteira desse ocorrido, o FMI ficou responsabilizado por estabelecer marcos para o fornecimento de informações relevantes e públicas sobre os mercados financeiros. O resultado dessa instrumentalização foi o estabelecimento do Padrão especial de disseminação de informações (*Special Data Dissemination Standard – SDDS*) em 1996.

Contudo, conforme ressalta Walter (2008), menos de dois anos depois, se tornou claro que a exigência de transparência não seria capaz de sozinha solucionar os problemas observados nos mercados financeiros de economias emergentes. A Tailândia, como exemplo, publicava informações através do SDDS desde 19 de Setembro de 1996, assim como a Malásia as Filipinas e Singapura. Todas atingidas com do estouro da crise do Baht tailandês.

A crise asiática representou uma surpresa para as autoridades e especialistas. Supunha-se que o Leste asiático, dada a configuração de seu capitalismo com crescentes exportações para o ocidente, bom nível de poupança e crescimento resiliente, estaria significativamente mais sólido do que os países latinos e os tipos de fragilidade observadas nessa região. Apesar das dificuldades econômicas observadas no Japão, havia confiança, mesmo naqueles que tinham menor otimismo com essas economias de que as mesmas possuíam solidez perante a globalização.

Quando, no segundo semestre de 1997, as crises irromperam na Tailândia, Indonésia e Coreia do Sul, esta percepção foi destruída. Surgiram diversas interpretações para as razões dessas crises. Walter (2008) destaca aqueles que culpam o próprio movimento de liberalização financeira e desregulação inerente à globalização financeira, mas também ressalta que essas interpretações fracassam em explicar por que outras economias com mesmo grau de abertura, como Hong Kong e Singapura, foram menos afetadas.

A solução apregoada por essa vertente seria a de regular os fluxos internacionais de capital, os bancos, as empresas de valores mobiliários, fundos de hedge e investidores institucionais que haviam composto o movimento especulativo coletivo (de horda) que esteve no estopim da desestabilização.

Nos círculos das grandes autoridades internacionais se consolidou uma visão diferente. Percebia-se que o modelo do Leste asiático em si possuía falhas. As críticas se focaram na intervenção estatal sobre a política industrial, com direcionamento de investimentos, privilégio de setores específicos e corrupção corporativa. Esse cenário seria responsável por ter produzido investimentos desequilibrados e excessiva alavancagem. Ademais, a deterioração da contabilidade dessas economias teria sido mascarada por políticas macroeconômicas prudentes e facilitadas por fraca regulação financeira e corporativa. O risco moral era grande, resultado do que foi pejorativamente denominado “*crony capitalism*”⁹⁴.

Essa interpretação, conforme ressalta Walter (2008: 17), se consolidou nos círculos de poder e autoridade relevantes como o G7, formando certo consenso ao redor da ideia de que qualquer país participante dos mercados financeiros internacionais deveria adotar padrões internacionais de regulação financeira:

It was a solution that appealed to policymakers in G7 and IFI circles, with the partial exception of Japan and France. The U.S. Treasury under Robert Rubin and Laurence Summers, and Alan Greenspan at the U.S. Federal Reserve Board, pushed this view especially vigorously.

No próprio Leste asiático, a visão ganhou tração junto a círculos reformistas e tecnocráticos, inclusive partidos de oposição ao modelo pré-estabelecido. Críticas se aglutinaram ao redor das escolhas de empréstimos em moeda estrangeira, empréstimos de curto prazo para investimento de maturidade longa, pouca regulação, inadequadas regras de contabilidade, e governança corporativa pobre.

Ainda segundo o mesmo autor, a consolidação dessa visão sobre a crise do leste asiático fortaleceu significativamente os argumentos em prol da definição de padrões regulatórios a nível internacional. Esta possibilitaria referências de supervisão bancária, regulação financeira, regimes de falência, governança corporativa e outros temas, facilitando as reformas domésticas nos países asiáticos. Por extensão, poderia, também,

⁹⁴ “Capitalismo de compadrio”, em tradução livre.

servir como marco para outros países e regiões em desenvolvimento e que participavam ou dependiam dos mercados financeiros internacionais.

Relatório dos ministros das finanças do G7 de 1999, reforçou e consolidou essa posição no nível mais relevante de governança financeira internacional. Argumentou-se que a promoção da estabilidade não requereria novas organizações internacionais. Seria necessário que os países assumissem suas responsabilidades através da persecução dos princípios compreendidos como ideais internacionalmente:

It requires that all countries assume their responsibility for global stability by pursuing sound macroeconomic and sustainable Exchange rate policies and establishing Strong and resiliente financial systems. It requires the adoption and implementation of internationally-agreed standards and rules in these and other areas. It requires the existing institutions to adapt their roles to meet the demands of today's global financial system: in particular to put in place effective mechanisms for devising standards, monitoring their implementation and making public the results; to have the right tools to help countries to manage crises; and to take steps to enhance their effectiveness, accountability and legitimacy. (G7 Finance Minister, 1999) apud (WALTER, 2008: 18)

Walter (2008: 19-24) enfatiza que esta solução, promovida pelas autoridades do G7 após a crise do leste asiático, de fortalecimento do regime de padrão de regulação financeira internacional, emergiu conjunto a um consenso mais amplo sobre os princípios econômicos.

Conforme procurou-se explorar no segundo item do capítulo anterior, a década de 1990 foi palco da afirmação do neoliberalismo a nível internacional. Após a escolha do caminho por parte das grandes potências pelo neoliberalismo na década de 1980, atingiu-se um significativo sucesso econômico nos EUA e no Reino Unido, arautos das políticas liberais.

Dessa maneira, na esteira da consolidação do neoliberalismo fortaleceu-se a ideia de que a intervenção do Estado junto à economia, tendia a produzir no longo prazo, distorções graves sobre a dinâmica econômica, que materializariam fracassos e crises. Os interesses de setores específicos da indústria, e os objetivos e interesses de curto prazo dos políticos tendiam a “predar” o mercado.

O colapso dos países do Leste asiático servia como exemplo de fracasso de um modelo de desenvolvimento econômico alicerçado sobre a intervenção estatal, que se somava à corrente estagnação da economia japonesa, e contrastava com a retomada econômica de sucesso dos EUA e do Reino Unido.

As ideias neoliberais, portanto, gozavam de grande prestígio internacional e seus princípios eram adaptados para as mais diversas áreas de governança econômica. No caso da regulação financeira, a independência das agências regulatórias, à exemplo da independência dos Bancos Centrais, foi o principal legado para o curso histórico da regulação financeira a partir de então:

They encouraged regulators and supervisors to be politically independent technocrats enforcing transparent rules, thereby minimizing discretionary state interference in the market. G7 policymakers also invoked global financial markets as a positive force that could help discipline governments that refused to accept these market-friendly standards. (HELLEINER, 2014: 77).

Nesse sentido, as crises periféricas tiveram o efeito, dentro de um contexto de consolidação ideológica do livre-mercado (COELHO, 2011), de catalisar um processo de padronização de uma solução regulatória com base no ideário neoliberal.

Foi inclusive criado um novo órgão, o *Financial Stability Forum*, para auxiliar na coordenação da promoção internacional desses padrões. O intuito era o de criar, na esteira da crença na eficiência dos livre-mercados uma estrutura financeira transparente, politicamente independente, que reforçasse o poder do mercado em ajustar os atores discrepantes em favor da hipertrofia dos mercados financeiros:

Although it advocated the involvement of major emerging Market countries in this process, the main innovation was to establish the FSF, which would bring together the key Basle committees, IOSCO, the IFIs, OECD, IAIS, and mainly G7 national government representatives. The core idea was to formulate and disseminate international best practice standards to promote domestic financial reform, particularly in emerging market countries. (WALTER, 2008: 24)

Diante deste contexto, em setembro de 1998, o BCBS anunciou que iria oficialmente revisar Basileia I em função de o substituir com regras mais rigorosas. O novo acordo seguiria os seguintes objetivos:

(1) The Accord should continue to promote safety and soundness in the financial system and, as such, the new framework should at least maintain the current overall level of capital in the system; (2) The Accord should continue to enhance competitive equality; (3) The Accord should constitute a more comprehensive approach to addressing risks (BCBS, 1999: 5)⁹⁵ apud (LALL, 2012: 612)

⁹⁵ BCBS. Basel Committee on Banking Supervision (1999) 'A New Capital Adequacy Framework', Consultative Paper issued by the Basel Committee on Banking Supervision, Basel: Bank for International Settlements.

Após cinco anos de negociações, estudos de impacto e rodadas de comentários e notificações, o BCBS anunciou em 2004 o acordo.

Influenciado pela noção de que os mercados são eficientes moderadores de seu próprio risco, Basileia II se apoiava sobre três desenvolvimentos: os derivativos, que utilizados em larga escala melhorariam o gerenciamento sistêmico dos riscos; as securitizações, oferecendo a diminuição da exposição e a distribuição do risco; e o desenvolvimento de modelos matemáticos de risco baseados na tecnologia informacional. (DEOS, 2012: 376)

Ademais, este novo acordo introduziu duas novas dimensões à regulação bancária. Para além do Pilar 1, relacionado às exigências de capital associados ao risco, foram criados mais dois pilares como referência regulatória. O Pilar 2, de Inspeção Regulatória, provia orientações gerais de supervisão para os reguladores nacionais, procurando incrementar a supervisão tradicional, baseada em documentos, em um modelo mais ativo, privilegiando a interação entre regulados e reguladores. Já o Pilar 3, de Disciplina do Mercado, criou novos padrões de publicação de informações de maneira a incrementar a pressão exercida por clientes e investidores através de movimentos de mercado, ampliando o controle e a auto regulação. (TORRES FILHO & MARTINS, 2016: 26)

Nesse sentido, manteve-se o controle prudencial com base na imposição de índices de capital em relação ao risco das carteiras. Contudo, o acordo ganhou relativa complexidade, porque avançou em metodologias de mensuração de risco desenvolvidas pelas instituições financeiras:

A nova regulamentação manteve a ideia básica de que o cumprimento do requerimento de capital pelas instituições individualmente, seria suficiente para garantir a higidez e a liquidez do sistema, mas inovou de forma muito importante no que diz respeito à mensuração dos riscos. O novo acordo entendia que os riscos dos ativos, ponto crucial nesta arquitetura, seriam avaliados pelo mercado, isto é, ou pelos próprios bancos, com seus modelos internos de risco, ou pelas agências de classificação de risco. (DEOS, 2012: 375)

Mendonça (2012: 452) ressalta que esse novo acordo manteve alguns elementos do anterior, em relação ao conteúdo regulado, tendo foco principal nas atividades bancárias e ignorando instituições não bancárias e mesmo as demais funções realizadas pelos bancos, bem como os efeitos dessas ao sistema.

A mesma autora ainda expõe como há uma relação intrínseca entre o modelo de “originar e distribuir” e sua centralidade ao colapso econômico de 2007/2008,

previamente exposto, e as escolhas regulatórias dos acordos de Basileia I e II. Em sua interpretação, o desenvolvimento desse modelo de negócio pode ser atribuído ao requerimento por capitais mínimos proporcionais ao risco. Nesse sentido, as instituições retiraram posições dos ativos dos bancos e transferiram a outras instituições, não afeitas aos requerimentos.

Com efeito, os modelos de mensuração de risco baseados nos controles do mercado se provaram impertinentes no médio prazo. Sem presenciar crises de débito desde o ano de 1998, os investidores procuraram maneiras de alavancar seus ganhos, desenvolvendo produtos mais arriscados ao longo de 2003-2007, procurando a manutenção de altos retornos no contexto de baixos juros: “Neste sentido, a estrutura de mensuração de risco e adequação proposta por Basileia II, certamente não amenizou as condições que geraram a crise, mas pode ter contribuído para sua gestação.” (MENDONÇA, 2012: 453)

Apesar de Basileia II não estar totalmente implementado quando da ocorrência da crise do *subprime*, a literatura revisada é contundente em afirmar sua inadequação em relação a seus objetivos. Ranijt Lall (2012: 613-614), oferece uma amostra dessa interpretação:

Finally, Basel II did not constitute a more ‘comprehensive’ approach to addressing risks. The accord decisively failed to capture the previously unregulated risks earmarked by the Basel Committee at the beginning of the regulatory process. Provisions for trading book instruments such as credit derivatives were conspicuously absent, in spite of the Committee’s awareness that banks’ trading portfolios had mushroomed as a result of Basel I.

A análise desse mesmo autor, com base em documentos publicados pelo Comitê de Basileia, mais notas à imprensa, entrevistas e outras fontes, oferecem evidências de que os grandes bancos internacionais desempenharam um papel chave no fracasso do Comitê em atingir os objetivos do acordo.

Seu trabalho aponta para ampla influência do *Institute for International Finance* (IIF), poderoso grupo de interesse baseado em Washington representante dos grandes bancos europeus e norte-americanos. Esse grupo se fez influente através das relações pessoais de seu líderes com os diretores do Comitê de Basileia, tendo conseguido determinar os alicerces das discussões que levariam ao acordo de Basileia II mesmo antes do mesmo começar a ser negociado: “*Before negotiations had even been initiated, the institute had established a new body, the Steering Committee on Regulatory Capital,*

specifically to advise the Basel Committee regarding the drafting of Basel II." (LALL, 2012: 619)

Como pioneiros no processo que levou a Basileia II, os grandes bancos internacionais definiram as provisões iniciais de uma maneira que se tornou cada vez mais difícil de as reverter nos estágios mais avançados das discussões. Um caso clássico de captura regulatória⁹⁶ apoiada sobre a falta de transparência:

The Basel Committee of 1999 to 2004 had one of the worst records of all international standard-setters in terms of transparency, representation and accountability. The Committees meetings (which occurred four times per year) were closed to the public, with no record of who was present, what was discussed or which outside interests were consulted. Further, the Committee only included representatives from the G-10 countries, despite consciously creating global standards. (LALL, 2012: 619)

Nesse sentido, o autor contraria as interpretações de que o acordo refletiu os interesses domésticos dos países que negociavam no Comitê de Basileia (ainda não expandido). Ou ainda, que o resultado refletiu os interesses dos reguladores nacionais dos mais poderosos países nas negociações.

A crise mais recente, como já repetido algumas vezes, evidenciou a insuficiência do modelo regulatório prudencial acordado em Basileia II. Ainda, seus efeitos negativos e a ampla publicidade e saliência trazidas ao tema da regulação financeira colocaram em xeque a influência da crença no livre mercado, propiciando uma reafirmação dos controles e da iniciativa do Estado sobre as finanças. (PAGLIARI, 2013)

Nos itens seguintes, serão explorados os casos mais recentes e significativos de inovação na regulação financeira internacional. A criação do Conselho de Estabilidade Financeira, uma iniciativa de aprofundamento da governança financeira internacional, e o Acordo de Basileia III, uma tentativa de reformulação adaptativa do padrão prudencial de regulação bancária internacional.

2.3.2 O CONSELHO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA

⁹⁶ Várias interpretações de EPI corroboram com a interpretação de captura regulatória, como Underhill e Zhang (2008). Para uma crítica a essa literatura, vide Young (2012).

Ao final dos anos 1990, quando o G7 se direcionou, na esteira dos efeitos da crise asiática, a criar uma nova arquitetura financeira internacional, o quadro da governança financeira internacional havia ganho considerável complexidade.

Vários órgãos surgiram ao longo dos anos para tratar de diferentes assuntos e aspectos das finanças e economia internacional. Em 1983 já havia surgido a IOSCO (*International Organization for Securities and Comissions*), em 1994 a *International Association of Insurance Supervisor* (IAIS). Dentro do BIS surgiu o *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS), e em 2001 a IASB (*International Accounting Standards Board*) para tratar de padrões contábeis. Essas iniciativas, entretanto, não gozavam de poder formal relevante, e seu principal objetivo era o de facilitar a interlocução desses assuntos e compartilhar informações.

Para oferecer maior coerência a esses esforços o G7 criou o precursor do FSF, o *Financial Stability Forum*⁹⁷ (FSF), reunindo sob a mesma coordenação, variadas instituições regulatórias assim como outros órgãos e grupos relevantes nas discussões da governança financeira global:

(...) foi criado o Financial Stability Forum (FSF), em 1999, que pretendia reunir, pela primeira vez, representantes de instituições centrais na definição de regras internacionais, entre as quais o Comitê de Basileia; instituições multilaterais com grande poder na arena internacional, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial e o Bank of International Settlements (BIS); e ministros da Fazenda e autoridades de regulação e supervisão dos países membros do G7. (DEOS, 2012: 378)

O FSF se localizava na Basileia e possuía um pequeno grupo de profissionais. Seu trabalho inicial consistiu em promover 12 específicos padrões internacionais ao redor do mundo. Além disso, foram criados grupos de trabalho em seu primeiro ano para estudar instituições com alto nível de alavancagem, fluxos de capital de curto prazo e *offshore financial centers* (OFCs).

A despeito da proatividade inicial, o fórum acabou assumindo uma posição mais discreta na governança financeira internacional, embora continuasse a produzir relatórios

⁹⁷ A composição do Fórum incluía representantes do Ministro Financeiro (Fazenda, Tesouro, etc); do Banco Central e da autoridade supervisora de cada um dos países do G7. Continha ainda organizações internacionais relevantes como o FMI, o Banco Mundial, o BIS, a OECD e o Banco Central Europeu, além dos representantes dos principais grupos envolvidos na criação de padrões internacionais: BCBS, IAIS, IOSCO, IASB, CPSS e o Comitê para o Sistema Financeiro Global (*Committee on the Global Financial System*). Após alguns meses o Fórum expandiu para inclusão de outros membros: Austrália, Hong Kong, Holanda, Singapura e Suíça (em 2007).

sobre riscos financeiros sistêmicos. A própria atividade internacional relacionada aos OFCs que haviam iniciado com a investigação do fórum passaram à responsabilidade do FMI.

Havia reticência dos países em desenvolvimento com relação às políticas recomendadas e à legitimidade do fórum enquanto *locus* de governança financeira global. Nesse sentido, Helleiner (2010: 283) levanta interessante questão sobre o fórum e seu papel: “*Why were many developing countries so wary of the international standards regime?*”.

A pouco significativa representatividade desses países no Fórum, e na maioria dos órgãos responsáveis pela criação dos padrões internacionais, parece ser o principal motivo dessa desconfiança. A governança financeira global esteve limitada ao G7, com eventual proveito das discussões relevantes realizadas no BCBS, IOSCO e IASB, os quais só expandiram sua composição após a crise de 2007/2008.

Nesse sentido, como muitos dos padrões haviam sido desenvolvidos e construídos pela experiência dos países com economia industrial avançada, em especial os líderes Inglaterra e EUA, sua legitimidade e eficácia quando aplicados aos países em desenvolvimento era questionada. O fórum ficou, portanto, marginalizado.

Ademais, pode-se mencionar que a reticência dos países em desenvolvimento perante o fórum também se relaciona às dificuldades experimentadas quando da adesão ao Consenso de Washington e demais princípios orientadores neoliberais dos problemas econômicos da periferia. Não raro, esses países experimentaram períodos de dificuldades e desequilíbrios econômicos enquanto se adequavam aos ajustes exigidos pelo ideário neoliberal.

Nesse sentido, o resgate do Fórum na participação da governança financeira global veio apenas no verão de 2007. Os membros do governo norte-americano o movimentaram como uma forma de preparar a coordenação entre a agenda de regulação financeira doméstica e a agenda internacional:

When the first signs of the subprime crisis appeared in the summer of 2007, however, the attitude of US policymakers toward the FSF began to change. As noted in chapter 4, US authorities encouraged the G7 in September 2007 to assign the FSF the task of developing the agenda for international regulatory reform that could parallel its domestic proposals for US regulatory tightening. (HELLEINER, 2014: 108).

O FSF, contudo, por suas limitações de pessoal e material necessitava de mudanças em função de poder cumprir seu papel de coordenar a evolução da agenda regulatória doméstica ensejada nos países desenvolvidos por conta da crise, à agenda internacional.

Nesse sentido, a sequente criação do FSB já foi uma decisão tomada no G20, que estressou a necessidade de ampliação do quadro de membros do FSF e das demais redes transnacionais de reguladores. O mais relevante avanço alcançado com esse esforço diz respeito à ampliação dos membros formais que podem participar na discussão e na busca pela coordenação, supervisão e implementação da regulação financeira global. O FSB responde aos ministros das finanças e presidentes dos bancos centrais do G20, ao invés do G7 como era o caso do FSF.

O alargamento da governança global⁹⁸ é um ponto significativo, pois conforme destaca Wade (2009: 553), esses grupos de tomada de decisão não costumam ser afeitos à diluição de seu poder: *“Raising the representation of developing countries is much easier said than done, however, because the oligopoly of countries that runs these organisations resists diluting its power except under extreme duress.”* (WADE, 2009: 553)

Com efeito, refletindo criticamente sobre o papel e a nova institucionalidade alicerçada ao redor do FSB, no que tange à agenda regulatória, Mendonça (2012: 462) aponta para os esforços de coordenação de diferentes países e jurisdições, com incorporação e tratamento de temas antes não discutidos concomitantemente, que representam diferentes vertentes dos mercados financeiros. Contudo, em relação à participação e representatividade no órgão, a mesma autora, enfatiza que não está claramente definido o real sentido de compartilhamento da esfera decisória:

Ademais, como relatado anteriormente, a coordenação dos comitês do FSB, base de sua estrutura de governança, foi mantida por gestores de órgãos das economias centrais. Estas percepções conduzem a indagações acerca do real sentido do alargamento da participação, se atrelado ao intuito de garantir maior representatividade efetiva ou simplesmente de dar maior legitimidade a estruturas de poder já constituídas. (MENDONÇA, 2012: 463)

⁹⁸ Quando da criação da FSB foram considerados todos os países do G20 assim como Hong Kong, Cingapura Suíça e Holanda. Os países do G7, mais os BRICS, foram ainda contemplados com três representantes cada, enquanto Austrália, México, Holanda, Espanha Coreia do Sul e Suíça foram contemplados com dois representantes e todo o resto com apenas um. A representação também se alargou em outros espaços como IOSCO, CPSS e IASB.

Além da ampliação dos membros em relação a seu predecessor, o FSB recebeu uma Carta fundadora definindo como seu papel avaliar vulnerabilidades afetando o sistema financeiro global e identificando e revisando responsabilidades regulatórias e supervisórias. Mandato mais específico do que o do FSF.

Ademais, para buscar atingir seus objetivos, o FSB foi, em sua carta, munido de comprometer os membros com a implementação dos padrões financeiros internacionais. Esse comprometimento em implementar padrões internacionais marca, na avaliação de Helleiner (2014), um distanciamento do FSF, já que a filiação a esse último não exigia nenhum tipo de obrigação ou compromisso.

A coordenação e o incentivo a implementação dos padrões de regulação financeira definidos pelos órgãos internacionais é um objetivo ambicioso, e, se conquistado, significaria uma significativa alteração no nível de governança financeira. Uma transformação do *status-quo* na esfera da RFI.

Isso porque, conforme mencionado, a construção de um regime internacional de regulação é uma tarefa de alta complexidade. Verdier (2013) realça a fragmentação do que ele denomina sistema de RFI, composto pelas várias redes transnacionais de regulação⁹⁹.

Por exemplo, enquanto o acordo sobre adequação mínima de capital é bem elaborado, isso não ocorre com temas como resoluções bancárias fronteiriças (*cross-border resolution*). Pode-se citar também o não avanço nos controles macroprudenciais. De uma maneira geral, o avanço em cada uma das áreas da RFI é desigual, sujeito que estão às redes transnacionais de regulação, responsáveis por cada tema, pelos diferentes desafios domésticos relacionados, e até mesmo pelos períodos quando ocorreram as negociações.

Ademais, os acordos podem ser superficiais e pouco transformar a real forma de se fazer negócios ou impor poucos custos e mecanismos de controle efetivos. A

⁹⁹ Verdier (2013) chama de Redes Transnacionais de Regulação (*Transnational Regulatory Networks*), TRN na sigla em inglês, redes como a IOSCO, IASB, BCBS, que são responsáveis por temas específicos da RFI, e não possuem caráter formal perante os Estados: “*TRNs usually share several characteristics: their members are not states but specialized regulatory agencies; they are not created by treaty and have no international legal personality; they lack formal assemblies or voting procedures; the instruments they promulgate are not internationally binding; and, at least until recently, they do not systematically monitor or enforce compliance with those instruments.*” (VERDIER, 2013: 1417)

implementação é também difícil de se avaliar, e mais complicado ainda é coordenar o processo internacional de aplicação das regras definidas:

Some are impressed by the sheer multiplication of international bodies, reports, and standards. But IFR cannot be judged by the quantity of its outputs. International standards can avoid difficult areas on which regulators disagree; they can paper over differences with meaningless formulas that merely restate existing practices; they can preserve extensive national discretion that is then abused. Even when meaningful standards are adopted, compliance is hard to monitor; later revisions can compromise the original objective; and seemingly well-established standards can retreat as domestic politics shift. (VERDIER, 2013: 1424-1425)

Outra dificuldade relacionada à coordenação e implementação advém da dificuldade em se analisar corretamente a convergência com as práticas apregoadas. Andrew Walter (2008: 42-43), ao analisar as reformas financeiras no Leste asiático pós crise 1997-1998, identifica um tipo de implementação chamado “*mock compliance*”. Como as instituições financeiras e internacionais conseguem avaliar apenas a implementação formal dos padrões, porém não necessariamente a implementação prática, os Estados realizam as adaptações formais dos padrões por conta da pressão, mas não as aplicam na prática.

Eric Helleiner, em artigo escrito em 2010 definiu cinco desafios para a FSB cumprir seu papel de fortalecer o sistema de RFI: a) desenvolver mecanismos internos mais eficazes de monitoramento e encorajamento de conformidade; b) estimular a criação de padrões internacionais realmente eficazes em minimizar a ocorrência de crises financeiras; c) consolidar legitimidade internacional do FSB para promover e coordenar a implementação dos padrões de RFI a nível global; d) encarar a necessidade de estabelecer legitimidade perante as arenas domésticas dos países membros; e) avançar em sua agenda e clarificar sua relação com as demais instituições internacionais.

O primeiro dos desafios não foi solucionado. O FSB não obteve mecanismos significativos de constrangimento a seus membros no sentido de influenciá-los a adotarem as recomendações definidas conjuntamente. O órgão máximo na hierarquia da tomada de decisão, a plenária, envolve todos os membros e se baseia em uma regra de consenso. Isso significa que todos possuem uma margem de ação política suficiente para obstaculizar, à sua maneira, o avanço de determinada reforma.

O mecanismo de revisão por pares, saída para essa limitação esbarra atualmente na relação entre os pares que podem escolher serem mais cândidos em suas análises para

não motivar análises duras de seus próprios sistemas por seus pares. Há, ainda, a limitação do reduzido número de colaboradores. (HELLEINER, 2014: 112)

Com relação ao desenvolvimento de padrões eficazes em conter novas crises, pode-se destacar o papel atuante do FSB em vários temas, como derivativos sobre o balcão (OTC), Instituições sistemicamente importantes, a atuação na definição de temas relacionados a Basileia III, dentre outros. Contudo, há uma limitação sobre a capacidade do Conselho atingir esse objetivo. Isso porque as jurisdições não se afeitam a ceder autonomia regulatória, fato do qual se desdobram limitações:

(...) many national policymakers remained very wary of accepting infringements of national sovereignty in this sector of economic policymaking. Financial regulation was widely seen to play an important strategic role in domestic political economies, a role whose importance was brought out well by the crisis experience. The crisis also highlighted the link between fiscal issues and financial regulation more clearly than ever, a link that only reinforced resistance to the delegation of authority. (HELLEINER, 2014: 120).

A implementação de padrões, mesmo que superficiais, é outro desafio limitado pela resistência dos países em ceder soberania regulatória. A falta de confiança cada vez maior de reguladores e tomadores de decisão nacionais com relação ao futuro da governança financeira internacional produz fragmentação do cenário de cooperação internacional.

No entanto, alguns membros relevantes de governos como o francês e o britânico, esse último na figura de Gordon Brown (ex-primeiro ministro), se mostraram favoráveis a uma instituição global mais poderosa, com base em tratado internacional e com mecanismos de solução de controvérsias ao estilo da OMC. Essas posições foram sempre contrastadas pela política praticada pelas administrações norte-americanas.

Tomando o exemplo de George W. Bush, Helleiner (2014: 121) expõe que os oficiais desse governo buscaram não ceder autonomia no âmbito da regulação financeira a entidades internacionais e nem mesmo prometer acordos que necessitassem de autorização congressual. Conforme mencionado anteriormente, só resgataram o FSF no contexto específico de uma estratégia para coordenar os esforços de regulação e não legar às instituições financeiras norte-americanas menor competitividade frente a suas concorrentes globais.

Nesse sentido, Wade (2009) é crítico em relação às possibilidades reais de avanço na governança financeira internacional, pois o comportamento das autoridades relevantes no sistema continua a se manifestar unilateralmente:

The US government shows every sign of sticking to its long-established tendency to act unilaterally on matters it defines as either 'national security' or 'economic security' (now one and the same in the current crisis), and cooperate only insofar as others agree with it; the attitude known as 'my way or the highway'. (WADE, 2009: 557)

Em outras palavras, conforme procurou-se argumentar ao longo do texto, a regulação financeira não se apoia sobre um consenso internacional amplo, que exigiria, inclusive a redefinição do papel das finanças internacionais no funcionamento do SMFI.

Dessa feita, na medida em que os reguladores e tomadores de decisão são cobrados nacionalmente pela pressão política doméstica, agravada pela politização do tema por conta da crise e dos resgates vultuosos, e também pelos objetivos governamentais de recuperação econômica e blindagem política contra futuras crises, há uma tendência da criação de soluções nacionais, naturalmente fragmentando o cenário e indispondo as arenas nacionais com os objetivos do FSB.

Produzir marcos regulatórios financeiros globais, de maneira a garantir um ambiente nivelado de competição e atuação dos agentes do mercado financeiro nas variadas praças nacionais seria o objetivo de uma regulação cooperativa a nível internacional. Entretanto, as limitações do FSB e o lento avanço do agenda do mesmo tornam claro que as circunstâncias econômicas e políticas urgentes obstaculizam o alcance desse ideal.

A preocupação com os custos de novas crises, e de como proceder aos eventuais resgates de instituições financeiras globalizadas, a preocupação com a autonomia de política regulatória e por extensão de política econômica e fiscal, a necessidade de se agir em conformidade com as expectativas públicas nacionais, a importante influência das grandes instituições financeiras dentro dos EUA e na Europa, os variados tipos de capitalismo nacional existentes, dentre outros, são todos fatores que influem nessa encruzilhada regulatória e dirimem as possibilidades de avanços sólidos na governança financeira global.

Consolidou-se, portanto, um quadro de desconfiança característico das negociações multilaterais. Em linha com as escolhas conceituais já delineadas, entende-se que não há na atual configuração das estruturas de poder internacional, no qual se

percebe a dominância dos EUA, necessidade ou incentivo político para a construção de governança financeira global.

Conforme Strange (1994) ressaltou, e procurou-se explorar na seção conceitual e histórica, os arranjos internacionais são antes reflexos das preferências domésticas dos países com poder o suficiente para prover a reconfiguração de estruturas de poder. O advento da governança internacional definida ao redor de construções multilaterais, de justiça e de pontos comuns, são um objetivo de difícil alcance dada a natureza competitiva do sistema interestatal capitalista.

Faz-se necessária uma liderança para que as políticas e direções adotadas pela estrutura sejam balanceadas com os momentos e desafios estruturais e pontuais enfrentados. Entretanto, uma liderança é exatamente o que não existia na visão de Strange (1994), e considera-se que continua a inexistir. O sistema político fragmentado é um dos obstáculos a essa liderança. Seja para adoção de medidas para estabilizar os fluxos financeiros, seja para estabilizar os câmbios, para resgatar a economia global de um período de baixo crescimento ou para conter surtos inflacionários.

Por exemplo, o G10, o G7 e mais recentemente o G20 foram tentativas de coordenação política econômica global no sentido de solucionar desafios à atores relevantes das sociedades nacionais ou mesmo das próprias autoridades no poder dos países envolvidos. Obtiveram relativo sucesso em seus objetivos, contudo, não representam, ao menos por enquanto, afirmações hegemônicas nos termos já expostos neste trabalho.

Em conformidade, Verdier (2013), ao analisar as preferências dos três principais grupos de atores inseridos na política da RFI (reguladores, instituições financeiras, e governos das grandes potências) oferece uma análise interessante sobre a atual realidade:

Thus, national regulators value some international cooperation, but also want to preserve their extensive domestic authority and resist binding rules and international oversight. The financial industry is willing to support some regulatory harmonization to facilitate cross-border activity, but resists costly prudential regulations. For their part, the great powers typically prefer fragmented and informal international governance over strong collective institutions where they can less easily wield their influence. (VERDIER, 2013: 1408)

Pode-se inferir da análise, nesse sentido, que a construção de um nível de governança internacional ao redor dos temas que compõe a agenda de RFI está atrelada à

realidade doméstica das principais economias do mundo. Em especial, dos principais centros financeiros globais, Nova York e Londres.

Tal influência se manifestou, no caso de Basileia I, através da flexão do poder de mercado em função das negociações, estabelecendo um alicerce para a trajetória dependente dos acordos prudenciais. Mas também, observa-se que há relevância da posição da opinião pública, quando articulada, acerca do tema, da força da indústria financeira, e até mesmo das preferências dos tomadores de decisão, seja na esfera regulatória ou diplomática.

Das circunstâncias que se manifestam nas realidades domésticas das grandes potências é que o pouco efetivo sistema de governança financeira global surgiu. Conforme destacou Verdier (2013), na passagem reproduzida acima, as grandes potências, por não possuírem como objetivo central o fomento a um ordenamento especificamente regulado das finanças internacionais, continuam coniventes com a atual pouco desenvolvida governança financeira global. Seus esforços visam a manutenção de um nível de regulação e de comprometimento limitado com a iniciativa multilateral, mantendo-se a autonomia através da discricionariedade presente nos acordos.

2.3.3 O ACORDO DE BASILEIA III

Neste subitem intenciona-se analisar o Acordo de Basileia III. Procura-se destacar brevemente o contexto internacional de seu surgimento. São explorados, também, de maneira mais específica, os avanços regulatórios desenvolvidos, para depois se confrontar a opinião de especialistas sobre o tema. Conclui-se com análise comparativa com as expectativas delineadas por ocasião da crise.

Um dos pontos principais sobre o qual deveriam se apoiar os novos padrões internacionais de regulação no pós-crise seriam a redefinição/renegociação dos instrumentos prudenciais de exigência de capital mínimo para os bancos. Ao longo da crise, diversos bancos faliram ou estiveram próximo da falência não fossem os resgates públicos, suscitando-se duras críticas ao acordo de Basileia II:

Beginning in the subprime mortgage Market in the US in the summer of 2007, the recent global financial crisis has passed the most damning verdict of all on Basel II. Whether or not they saw it as a direct contributor to the crisis, supervisors agreed that the accord's basic tenets – reliance on internal risk models, capital relief for the largest banks and minimal regulation of the trading book – were all but discredited by the turmoil. A consensus arose

among policymakers that a new approach to capital regulation was essential to the future stability of the international financial system. (LALL, 2012: 625)

Embora Basileia II ainda não tivesse a implementação concluída por todos os membros, já se iniciou uma nova negociação, na esteira dos acontecimentos da crise e da liderança do G20 sobre a governança financeira. Nesse sentido, o acordo de Basileia III, em sua origem, se propôs a reformar os padrões prudenciais com base nas lições da crise.

Deos (2012: 383) enfatiza que uma longa e difícil discussão foi realizada na esfera política internacional ao redor do novo arcabouço regulatório. As autoridades públicas estiveram pressionadas politicamente pela indústria financeira, sempre atuante, preocupada que as novas regras prejudicassem seus negócios, competitividade internacional e rentabilidade.

Paralelamente, conforme ressaltam Young (2013) e Pagliari (2013) o crescimento de importância do tema perante o escrutínio público trouxe demandas também nas arenas políticas domésticas. Os governos estiveram, portanto, constrangidos a entregar uma reformulação financeira com maior segurança, sem, no entanto, prejudicar ou retardar a recuperação econômica.

Nesse sentido, ao final de 2009, o BCBS publicou um pacote com as propostas para o fortalecimento da regulação financeira internacional de capital e liquidez, com o objetivo de propiciar um sistema bancário resiliente. Após comentários e sugestões, foi oficializado, no segundo semestre de 2010 a proposta denominada de Basileia III.

A proposta se alicerçou, principalmente, na melhora da quantidade e da qualidade do capital mínimo requerido. O nível 1 (*Tier 1 capital*) teve sua participação mínima avançada para 6%, enquanto a participação de capital principal na formação desse mesmo nível avançou de 2% para 4,5%. Contemplou-se, assim, importância e composição do capital requerido, ampliando-o perante eventuais situações de estresse, tanto em qualidade quanto em quantidade.

Outra mudança relevante foi quanto à mensuração do risco contra os quais esse nível de capital deve ser mantido. Foram incorporados para o cálculo, instrumentos securitizados complexos, certas exposições fora do balanço, exposições no *trading book*, e também riscos nos créditos à contrapartes.

Procurando combater a condição pró-cíclica percebida nos agentes do sistema financeiro, como já observado, reconhecida como uma das causas da crise e da gravidade

dos efeitos negativos, foram propostos requerimentos complementares aos mínimos: um capital de conservação e um capital contracíclico.

O capital de conservação demanda a criação de mecanismos para, como o próprio nome já diz, conservar o capital através da formação de colchões além do mínimo nos períodos favoráveis do ciclo econômico, para que sejam utilizados em eventuais períodos de estresse sistêmico. Isto é, quando as instituições financeiras estiverem experimentando um período de valorização e crescimento no ciclo econômico, estarão, como medida de segurança, compelidas a reservarem um percentual específico de seu capital, formando uma reserva para, caso o ciclo se inverta, propicie folga ao capital mínimo, como um “fôlego” a mais.

Estabelecido em 2,5%, este capital de conservação deve ser formado por elementos semelhantes aos que conformam o capital principal. Ademais, caso este requerimento não seja observado pelas instituições, podem incorrer imposições restritivas na capacidade do banco em distribuir ganhos. Com o requerimento mínimo de capital principal a 4,5% somado a essa nova provisão em 2,5%, percebe-se um requerimento somado de 7%.

Por sua vez, o capital contra cíclico representa a possibilidade de elevação do nível de capital de conservação em 2,5% nos períodos de crescimento significativo do crédito, quando há um ciclo de alta provavelmente atrelado a uma bolha, implicando risco ao sistema. Esse nível de requerimento pode abaixar nos casos em que o sistema bancário perceba-se frente a imposição de perdas que possam impactar a estabilidade financeira: “Em outras palavras, o intuito é reduzir a possibilidade de criação excessiva de crédito na prosperidade e *credit crunches* na fragilidade, e, assim, diminuir a possibilidade de ciclo de perdas que se realimentam.” (MENDONÇA, 2012: 468)

A questão da alavancagem, importante demanda regulatória, também foi tratada pelo comitê. Propôs-se a restrição da mesma em complemento aos requerimentos de capital. Surgiu, nesse sentido, um índice de alavancagem simples, procurando dificultar os processos de alavancagem, e como reflexo, de desalavancagem excessivos. O objetivo desse recurso é o de contribuir para a contenção do risco sistêmico, que, como foi explorado, se agrava diante de alavancagem excessiva.

O índice é calculado com base na proporção entre o capital de nível 1 e a exposição total à qual está sujeita a instituição, oriunda das operações no âmbito do balanço patrimonial e, também, fora dele. Ficou definido o patamar de 3% para os primeiros anos.

Para lidar com as dificuldades de liquidez que os bancos enfrentaram, tanto ao procurar os mercados de curto prazo de crédito, quanto com o descasamento de suas posições patrimoniais, o acordo de Basileia III propôs índices de liquidez, estabelecendo requerimentos mínimos quantitativos de liquidez. O índice de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* – LCR¹⁰⁰) e o índice de captação estável líquida (*net stable funding ratio* – NSFR¹⁰¹).

O primeiro se preocupa com o acesso ao crédito de curto prazo. Obriga os bancos a manterem ativos líquidos para enfrentamento de situações de adversidade. O segundo objetiva permitir minimizar os descasamentos das posições patrimoniais, buscando incentivar as instituições a recorrer a fontes mais estáveis de capital.

Segundo Torres Filho e Martins (2016: 31), o risco relacionado à liquidez possui duas formas. A primeira diz respeito à liquidez de mercado, e se manifesta na capacidade do dono de um ativo vendê-lo rapidamente sem incorrer em perdas significativas. Conforme observado, esse é um dos reflexos da espiral de destruição de riqueza ressaltados por Brunnermeier et al (2009). Quando os bancos procuram liquidar ativos de seus balanços patrimoniais em uma situação de escassez de mercado, acabam realizando a chamada “*fire sale*”, “liquidação”, que deprecia o preço do ativo e impõe uma dificuldade ainda maior ao esforço de capitalização.

A segunda maneira pela qual se manifesta o risco de liquidez está relacionada aos prazos dos recursos que uma instituição financeira consegue captar no mercado, e sua afinidade com a maturidade dos ativos que possui em carteira. É necessário que exista compatibilidade entre as posições.

As provisões criadas no novo acordo se direcionaram a solucionar esses dois tipos de risco. Observa-se, nesse sentido, uma dinâmica de atuação convergente com temas ressaltados como demandas regulatórias. No novo acordo, portanto, os reguladores reconheceram que a liquidez pode representar um risco. Uma noção que havia sido relegada por conta da expansão da liquidez sistêmica dada a hipertrofia do sistema financeiro internacional. Embora o alcance das provisões ainda não seja estimado, o avanço no tratamento direto dos temas pode ser considerado uma ruptura com o Acordo de Basileia II.

¹⁰⁰ LCR = estoque de ativos de alta liquidez / saídas líquidas no prazo de até 30 dias

¹⁰¹ NSFR = total de captações estáveis disponíveis/ total de captações estáveis necessárias

Em conformidade, também manifestando avanço significativo, ao menos no reconhecimento da importância dos mesmos, bem como com a preocupação com o risco sistêmico, o acordo de Basileia III também contém propostas de implementação de regulação macroprudencial. Somando-se a outros mecanismos concernentes à contenção, ou minimização do caráter pró-cíclico, os controles macroprudenciais possuem a condição de aumento dos requerimentos de capital a instituições sistemicamente importantes, mais o uso de provisões como *bail in debt* e *contingent capital*. (MENDONÇA, 2012: 471)

Em função desses avanços, Mendonça (2012: 472) chama atenção para o quanto as propostas observadas em Basileia III se diferenciam, ainda que não se distanciem totalmente, de Basileia II, legando uma percepção superficial acerca da alteração do regime: “O que se pode afirmar é que, a despeito da manutenção do eixo central de Basileia II, as mudanças, mesmo que não afetem seu eixo central, parecem alterar a lógica do regime.”

Outros autores reforçam essa aparência superficial de avanço. Para Verdier (2013: 1464), por exemplo, o acordo de Basileia III avança substancialmente na porcentagem de capital requerido e adota definições mais rígidas e uniformes de capital regulatório. Ademais, traz sobretaxas para as instituições sistemicamente importantes, ou “*too big to fail*”, e também colchões contracíclicos (*countercyclical buffers*) para permitir flexibilidade aos reguladores na contenção do crescimento do crédito em condições econômicas positivas.

O mesmo autor ressalta que o novo acordo é: “(...) *a remarkable strengthening of capital requirements*.” Contudo, não deixa de notar que reproduz falhas regulatórias conhecidas do pré-crise. Não substitui, por exemplo, o polêmico modelo de aferição de riscos realizado pelas próprias instituições financeiras, que é a base do cálculo do montante mínimo de capital a ser mantido em reserva para dissabores financeiros.

Deos (2012: 401), por sua vez, ressalta como de grande importância o reforço nos requerimentos de capital relacionados às operações de securitização feitas pelos bancos. Segundo a autora, essa medida denota que os reguladores reconheceram que a prática do originar e distribuir, com seu viés pró-cíclico, contribui para a fragilização do sistema.

Mais uma vez, de acordo com Mendonça (2012: 474), a crise parece ter alargado a percepção de que os regimes regulatórios devem partir da compreensão de que o sistema financeiro possui uma tendência endógena desestabilizadora. As forças internas do

mesmo produzem o aumento da fragilidade e do risco sistêmico, exigindo que, em função de promover estabilidade, se desenvolvam mecanismos de controle. A mudança na qualificação dos objetivos da regulação, saindo de uma ideia de solidez, individual principalmente, para a de resiliência sistêmica, é um reflexo dessa percepção.

Apesar das várias provisões alcançadas em Basileia III, o acordo, ainda assim, foi criticado. A permanência da resolução de que os bancos poderiam utilizar os próprios métodos para calcular o risco de seus ativos, um ponto que vinha de Basileia II e cujo desdobramento se mostrou negativo, foi um dos principais pontos de crítica (HELLEINER, 2014). Com a manutenção dessa provisão, os bancos podem continuar a escolher modelos de quantificação de risco que suavizem os requerimentos de capital, não solucionando uma das principais questões surgidas no pós-crise.

Com efeito, Vestergaard e Wade (2012), possuem uma visão um pouco menos otimista de Basileia III. Na verdade, pode-se dizer que os autores ressaltam a inadequação do padrão aos desafios lançados pela crise:

The main shortcomings are that changes in capital adequacy requirements are far too small, that measures introduced to moderate the credit cycle are marginalized and insignificant in scale, and that the deadline for implementation of the supplementary measures has been pushed almost a decade, to 2019. (VESTERGAARD & WADE, 2012: 483)

Os autores também ressaltam a melhora nas exigências de capital requerido, bem como a ampliação percentual do capital (*common equity*) e até chamam atenção para o fato de que proporcionalmente, dos requerimentos de Basileia II para os de Basileia III, houve uma triplicação no nível de capital reservado para absorver choques e situações adversas. Porém, enfatizam jocosamente que triplicar quase nada ainda deixa os bancos com muito pouco:

The Financial Times referred to this by reporting that global banking regulators had agreed to “triple the size of the capital reserves that the world’s banks must hold against losses”. But, as Martin Wolf dryly noted, while tripling sounds impressive, tripling almost nothing still leaves you with almost nothing. (VESTERGAARD & WADE, 2012: 483)

To appreciate the insignificance of the proposed increases in capital reserve requirements consider the following two points. First, with respect to Tier 1 capital, Basel 3 raises requirements to 8.5% (if the capital conservation buffer is included), which is below the 10% held on average by U.S. banks in recent decades. This modest requirement for Tier 1 capital does not match well with U.S. Treasury Secretary Timothy Geithner’s repeated emphasis on ‘capital, capital, capital,’ as the appropriate response to the crisis. (VESTERGAARD & WADE, 2012: 484)

Os autores criticam o fato de que os controles contracíclicos, que seriam responsáveis por limitar o crescimento do risco nos ciclos de alta, criando colchões de capital conforme o ciclo se amplia, e relaxando os requerimentos conforme o ciclo de baixa se desenvolve, foram marginalizados no novo acordo. Nesse sentido, entendem que os colchões foram definidos em níveis muito baixos (0 a 2,5%). Ademais, ressaltam que a indústria financeira se dedicou ao lobby para atrasar a implementação do acordo, e demonstram preocupação com sua real implementação e efetivação.

Com efeito, de acordo com Young (2013:472), assim como a utilização da auto regulação como forma de adaptação à transformação do ambiente regulatório pós- crise, outra estratégia assumida pelas instituições financeiras para lidar com os novos constrangimentos regulatórios, foi a de buscar influenciar a dimensão temporal do processo regulatório, mais precisamente na implementação dos acordos.

Essa atuação ficou evidente quando as instituições financeiras pressionaram as autoridades a relaxar os prazos de implementação de Basileia III sob o argumento da difícil recuperação econômica. Por conta das transformações já mencionadas no ambiente regulatório, a estratégia de influenciar a direção da formulação ou mesmo barrar aspectos não interessantes ao mercado financeiro perdeu tração com os reguladores, que se mantiveram sensíveis, entretanto, à recuperação econômica.

O mesmo autor descreve encontro em Junho de 2010, após a conclusão da fase de período formal de comentários (*formal comment period*) de Basileia III em que banqueiros e reguladores se encontraram em Viena, na *Imperial Riding School*. Nesse encontro, a linha de argumentação dos banqueiros não dizia respeito ao conteúdo da regulação recentemente acordada, mas sim, ao fato de que ela deveria ser postergada em sua implementação. A indústria se aproveitou desse argumento, em especial d sensibilidade das autoridades com relação a recuperação econômica. Conseguiram, mesmo em momentos do auge da relevância pública da regulação financeira, influenciar as autoridades através dessa argumentação.

Ainda no rol das críticas pertinentes à Basileia III, pode-se destacar que algumas implementações regulatórias, como a quantidade de capital excedente (*capital surcharge*) requerida das SIFIs, ficaram à discricionariedade dos governos nacionais. Uma questão bastante controversa, haja visto que muitas outras variáveis ainda poderiam influenciar nesse processo, prejudicando a eficácia dos mecanismos a nível sistêmico.

Verdier (2013: 1466) estressa que Basileia III seguiu o mesmo padrão observado nos acordos anteriores e demonstra ser um acordo formado pelo mesmo sistema, e com natureza semelhante. Reguladores, sob intensa pressão política doméstica concordam em endurecer as regras existentes. Concomitantemente, garantem posições para favorecer seus próprios sistemas bancários com base em regras complexas cuja efetividade depende da supervisão nacional.

Com a recuperação da indústria financeira dos piores momentos da crise, as pressões por relaxamento, principalmente na implementação, são crescentes. Reguladores de várias jurisdições nacionais sofrem, também, com pressão de políticos que buscam meios de superar as dificuldades econômicas ou evitá-las a qualquer custo. Reforça-se, portanto, a dinâmica do sistema de RFI, em que os relaxamentos criam incentivos a mais relaxamentos em outras jurisdições e a prática do sistema fica aquém dos propósitos aventados na reforma.

Nesse sentido, Vestergaard e Wade (2012) classificam Basileia III como uma modesta intensificação de Basileia II. Primeiro, porque a ampliação dos capitais de reserva foi insuficiente, e, segundo, porque as provisões anticíclicas foram apenas acréscimos marginais, ao invés de se tornarem um princípio fundamental. Terceiro, a implementação final das medidas regulatórias definidas foi postergada para 2019, resultado do lobby da indústria financeira. Ademais, os autores ressaltam a omissão como motivo para seu fracasso:

When discussing whether the Basel 3 Accord was an adequate response in light of the global financial crisis it is important to distinguish between errors of commission and errors of omission. The problem with Basel 3 lies in sins of omission: not so much in what it does as in what it does not do. Despite much rhetoric to that effect, Basel 3 was not a genuine attempt to launch a new approach to financial regulation. A new approach would have entailed significant, mandatory recapitalization of banks — if necessary in the form of public equity — by the end of 2010, as well as making capital adequacy requirements countercyclical at their core. (VESTERGAARD & WADE, 2012: 487)

Tratando dos motivos que levaram à essa regulação insatisfatória do ponto de vista das expectativas do pré-crise, Lall (2012) ressalta a relevância das relações pessoais para a captura regulatória, observada na contínua influência das grandes instituições financeiras via grupos de lobby transnacional como o *Institute of International Finance*:

During negotiations for Basel III, Roger Ferguson, former Vice-Chairman of the Federal Reserve's Board of Governors, sat on the institute's board of directors; Darryll Hendricks, formerly of the Federal Reserve Bank of New York, chaired the IIF Working Group on Valuation; and Patricia Jackson,

formerly of the Bank of England, chaired the IIF Working Group on Ratings. In perhaps its greatest coup, the IIF managed to recruit Jacques de Larosière, author of the abovementioned De Larosière Report and former Governor of the Bank of France, to head its newly formed Market Monitoring Group. (LALL, 2012: 627)

Com efeito, conforme procurou-se observar, Basileia III possui avanços no reconhecimento das demandas trazidas pela crise. Nesse sentido, surge com propostas regulatórias pertinentes às causas da crise, o que se reflete, principalmente em maior preocupação com o risco sistêmico.

Há que se esperar por sua total implementação, para acessar seu alcance. No entanto, não é difícil de se observar a superficialidade de algumas propostas e a não transformação de aspectos de funcionamento do sistema que são representações sintomáticas de sua feição de instabilidade endógena. Ainda, em linha com o destacado por Verdier (2013) e por Lall (2012), percebe-se a manutenção de padrões observados na negociação e publicação dos Acordos anteriores, realçando a percepção de continuidade com a configuração estrutural do pré-crise.

2.4 Conclusões

Procurou-se demonstrar que o sistema de regulação financeira internacional, que tem sua primeira manifestação na concordata de Basileia de 1975, e seu primeiro Acordo relevante em Basileia I, quando de fato nasce, é um reflexo das necessidades de adequação competitiva e da prevenção de crises do sistema monetário e financeiro globalizado. O qual, conforme observado, surgiu a partir das decisões unilaterais norte-americanas na década de 1970.

O sistema de RFI se formou ao redor de episódios de colapsos financeiros, nos quais se provaram a necessidade de adequação paliativa ao funcionamento da economia internacional, como se pequenos consertos fossem feitos a um tecido que se rasgou com o uso, sem, contudo, que se preocupe com a fragilidade do material do mesmo.

Em palavras mais diretas, os acordos de regulação são construídos de maneira a oferecer a contínua utilização do sistema monetário e financeiro nos alicerces sobre os quais foi construído. Esses alicerces são, como aqui se procurou demonstrar, as estruturas do poder norte-americano, e sua relação de constante e dinâmica interação entre as diferentes estruturas (segurança, produção, financeira, e conhecimento).

Nesse sentido, desde o surgimento dos primeiros acordos prudenciais, as preferências dos países com maior poder e capacidade de determinação da agenda foram seguidas. Definiu-se, como Verdier (2013) escolhe ressaltar, uma trajetória dependente. Não se observaram, no âmbito multilateral, discussões ao redor de quais os melhores parâmetros e qual o tipo ideal de funcionamento do sistema financeiro internacional, e, por consequência nacional. Nem mesmo um fórum multilateral foi criado até o advento da crise financeira em questão. Como ressaltou Walter (2008), a resposta para essas demandas esteve solucionada pela ascensão e consolidação do neoliberalismo, que a despeito das diversas crises periféricas, foi legitimado pelo sucesso econômico dos países centrais na década de 1990.

Cecílio (2012) oferece uma percepção interessante para se compreender o constante recurso ao neoliberalismo, mesmo diante do fracasso de seus princípios, ao articular a interpretação de Susan Strange à do historiador francês Fernand Braudel. Apoiando-se sobre o conceito de poder estrutural de Susan Strange, em especial sobre o pilar do conhecimento, o autor resalta a superioridade norte-americana na capacidade de determinar o conhecimento “correto” e os caminhos e soluções legítimos para os desafios políticos e econômicos internacionais:

Assim, um sistema de crenças é fechado em si e não permite a entrada de elementos externos. Portanto, tão importante para os contra-mercados quanto os laços de relacionamento e a mobilidade social entre os grupos da elite financeira política, foi a construção social de um sistema de crenças – uma ideologia – que conectasse e legitimasse estes interesses. E aqui, mais uma vez, o conceito de poder estrutural de Strange ocupa importante papel. Um dos 4 eixos essenciais de poder por ela destacados é a estrutura do conhecimento, em que se determina “quais conhecimentos são descobertos, como eles são guardados e quem os comunica, por que meio, para quem e em quais termos”. Assim, quem controla a estrutura do conhecimento determina quais são os conhecimentos “corretos” e desejados e que assim devem ser pesquisados e controla também as mensagens que ganham destaque e que são veiculadas. (Cecílio, 2012: 118-119)

Dessa maneira, os padrões de regulação bancária continuam alicerçados sobre os requerimentos mínimos de capital como instrumento para proporcionar estabilidade sistêmica. Pode-se afirmar, em linha com as escolhas interpretativas delineadas no primeiro capítulo, que há continuidade na estrutura de conhecimento no que tange aos aspectos de legitimação do conhecimento acerca desses padrões. O poder norte-americano faz valer sua posição hierárquica, e impõe sua solução, de confiança na eficiência do livre-mercado. O faz não apenas no plano ideacional, mas principalmente,

como se objetivou mostrar no caso da captura regulatória, através das barganhas permitidas pela posição privilegiada de seus agentes políticos e econômicos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo analisar a manutenção do *status quo* no nível de regulação financeira internacional mesmo após o evento da crise financeira de 2007/2008. Seus objetos específicos foram o Conselho de Estabilidade Financeira e o Acordo de Basileia III enquanto principais manifestações da esfera regulatória internacional. Partindo deste ponto, uma série de outras questões necessárias ao aprofundamento da pesquisa surgiram.

O avanço da RFI é pertinente às causas da crise? Por que não há uma reflexão multilateral, ao nível da governança financeira internacional, acerca do funcionamento do sistema financeiro internacional? Qual a relação entre o poder dos EUA e a construção de padrões de RFI?

A escolha interpretativa realizada, de procurar uma resposta estrutural a essas questões ofereceu a possibilidade de se analisar a relação entre a RFI e a dinâmica do sistema interestatal capitalista, proporcionando uma interpretação que foi além da relação entre regulação e economia.

Nesse sentido, a RFI, de uma perspectiva teórica de prazo alongado, com objetivo de análise estrutural, se apresenta como um fenômeno originado da instabilidade endógena da operação do sistema financeiro internacional desregulado. Seu objetivo, inicialmente, foi de nivelamento da competição internacional entre instituições financeiras de diferentes nacionalidades. Por ocasião da crise da dívida dos anos 1980, a definição de requerimentos mínimos de capital também visou propiciar maior resiliência dos bancos perante os riscos inerentes à expansão de seus negócios no seio da globalização financeira.

Contudo, a regulação de Basileia I surgiu com certa obsolescência. As preocupações com as crises, e com a renovada e mais instável dinâmica de operação financeira foram objeto de discussão no segundo momento de definição da RFI. Foram, entretanto, significativamente influenciadas pela consolidação do consenso neoliberal no principal fórum de autoridades internacionais (G7). Com parte da literatura afirmando categoricamente a ocorrência de “captura regulatória” por parte do lobby transnacional de grupos de interesses da indústria financeira.

A crise mais recente parece ter colocado em xeque o consenso, pois houve reconhecimento dos fracassos regulatórios. Nas iniciativas do pós-crise, observou-se que as principais demandas surgidas com o fracasso regulatório foram levadas em consideração. Basileia III assumiu parte das críticas e propôs avanços em relação à Basileia II, mas que ainda são tímidos perante as necessidades do sistema, e que ao mesmo tempo em que demonstram progresso, evidenciam a continuidade da trajetória dependente de avanços incrementais ao invés de uma nova discussão sobre o sistema financeiro internacional.

Paralelamente, o FSB também representa uma melhoria, contudo, pouco significativa na governança financeira internacional. Responde à demanda de participação formal dos países em desenvolvimento nas discussões e decisões acerca do tema, uma requisição de longo tempo, pelo menos desde a primeira rodada de implementação de Basileia I. Porém, falta poder à instituição para cumprir eficazmente seu mandato de coordenação da implementação dos padrões de RFI.

A análise também permite verificar a inexistência de governança financeira multilateral. Sem que exista discussão inclusiva sobre o funcionamento do SMFI, com suas assimetrias, e a melhor maneira de estruturá-lo. Fruto, na interpretação aqui desenvolvida, da erosão da hegemonia norte-americana na década de 1970. A atual hierarquia nas relações internacionais, sob a qual se organiza o funcionamento da economia internacional e das relações de poder é ainda mais assimétrica do que foi Bretton Woods e não possui projeto multilateral de estabilização das finanças internacionais mesmo após seguidas crises.

A pesquisa ainda consolida a noção de que o poder norte-americano se relaciona estruturalmente com a RFI. A despeito de ser difícil de mensurada, a relevância das estruturas de poder, divisadas como instrumento interpretativo, podem ser percebidas pela trajetória da definição dos padrões de RFI no pós-crise. Ainda que tenha ocorrido o reconhecimento das causas da crise na nova regulação, não há uma transformação significativa. No plano ideacional, a ideia de permitir a eficiência do livre mercado e a confiança em seus próprios agentes para lidar com o risco é fruto de uma ampla consolidação neoliberal na estrutura de conhecimento. Sua manutenção é evidente pelas transformações apenas incrementais e “leves” observadas acima.

Ao mesmo tempo, a atuação do Fed como prestador de última instância e seu sucesso nessa empreitada, no bojo da contínua centralidade do dólar e de Wall Street, expõem que se mantém, ao longo e no pós-crise, a dominância dos EUA na estrutura financeira, consolidada com o avanço da globalização.

Um dos reflexos dessas conclusões é a convergência à interpretação de Strange (1994) de que não se transforma a realidade internacional a partir das instituições internacionais. A única maneira de se atacar os problemas da realidade internacional é transformando as estruturas das relações interestatais através das estruturas domésticas dos próprios Estados.

Seriam essas estruturas que deveriam ser adaptadas para lidar com os problemas internacionais, ao invés do surgimento de arranjos e instituições internacionais que possuem apenas uma pequena chance de negociar relevantemente os desafios multilaterais. A limitação das instituições ou arranjos internacionais tem a ver com a falsa esperança que ao mesmo tempo identifica equivocadamente a natureza dos problemas globais e ofusca quais atores são realmente fundamentais para o alcance de soluções sustentáveis no longo prazo. (GERMAIN, 2014)

A RFI nos oferece exemplo claro desse dilema. Uma solução estruturalmente insuficiente para lidar com os desafios de regulação dos mercados financeiros em função de um melhor proveito ao desenvolvimento econômico e social das sociedades presentes no mundo. Seus arranjos são apenas paliativos para o funcionamento da economia internacional, erigida sobre um alicerce assimétrico, porque representam as respostas de uma grande potência, e seus principais aliados, e de suas elites, aos desafios políticos competitivos do sistema interestatal capitalista.

Ainda que os acordos atuais sejam revestidos com um discurso universal, que na esfera econômica se pauta na instrumentalização do liberalismo em favor do abrandamento das disparidades e injustiças observadas na ordem internacional, não há avanço real pois não se contemplam as reais necessidades dos demais atores. O sistema atual não consegue produzir um padrão regulatório coeso por conta do poder estrutural dos EUA e da natureza competitiva do sistema interestatal capitalista.

A resposta para eventuais transformações estão na mudança e na reestruturação das relações de poder e riqueza dentro das Grandes Potências. Suas arenas domésticas são tão ou até mais relevantes do que a arena internacional, uma vez que são esses grandes

players que determinam a maior parte dos arranjos estruturais na esfera monetária, financeira, de segurança e de conhecimento.

Dois conjuntos de literatura podem ser divisados a partir da pesquisa realizada. O primeiro deles, desenvolvido majoritariamente por economistas possui seu foco nas discussões que norteiam as escolhas regulatórias, nos mecanismos regulatórios, e em outros temas de Economia Política. Estas questões técnicas e conceituais específicas precisam ser complementadas com uma visão das relações de poder internacional. Um dos caminhos, ainda que não o único, é procurar interpretações que contemplem as condições assimétricas do sistema monetário e financeiro internacional da questão política ao redor da regulação.

O segundo grupo, com produções oriundas da área de Economia Política Internacional, possui análises dedicadas a compreender os fenômenos políticos ao redor da RFI. O tipo de comportamento da indústria financeira, a captura regulatória, o grau de adesão aos padrões internacionais, os atores que atuam ao redor da RFI, etc. São análises, em sua maioria, que adotam perspectivas de prazo mais curto sobre os fenômenos da RFI. Alguns trabalhos foram revisados aqui, e possuem como objeto acordos, aspectos específicos da regulação, ou regiões.

O presente trabalho procurou oferecer uma perspectiva de prazo longo, em busca de condicionantes estruturais sobre a construção do padrão de RFI. Nesse sentido, se propõe a oferecer ao primeiro grupo um primeiro esforço de considerações sobre as relações de poder na esfera internacional. Ao segundo grupo, a perspectiva teórica de prazo longo e as reflexões ao redor da estrutura de poder podem também ser complementos às reflexões sobre a política específica ao redor das instituições como o BCBS, ou de regiões como a União Europeia, na medida em que expõem as forças de longa duração atuantes no sistema interestatal capitalista.

Da reflexão acerca dos resultados da pesquisa e de sua relação com o campo científico, também é possível retirar algumas dúvidas e pontos interessantes a futuras pesquisas. No nível teórico, se destaca a questão do funcionamento do sistema financeiro internacional. Quais os privilégios sistêmicos tanto para o país emissor da moeda chave, quanto para a indústria financeira deste país? Essas reflexões podem contribuir a responder à pergunta de quem se beneficia do SMFI consolidado na globalização

financeira. Oferecendo pistas sobre os interessados na manutenção do status quo. Um ponto relevante para se avançar em pesquisas futuras.

Outra questão relevante diz respeito ao movimento de maior controle dos Estados sobre a regulação. Um fenômeno oriundo da publicidade do tema perante as sociedades atingidas pelos desdobramentos da crise originada no *subprime*. Por que parece haver um movimento de maior controle dos Estados sobre a RFI, porém, que não se materializam em constrangimento significativo da atividade financeira?

Seguindo nessa trilha, surgem as dúvidas com relação à influência das variáveis política e ideacional. Dado que parte da literatura utiliza a ideia de captura regulatória, qual o alcance da mesma na arena nacional, regional e transnacional? Como se organiza, e como se faz influente o lobby da indústria financeira? Ainda há influência do consenso neoliberal sobre a definição dos padrões de RFI? Podem ser divisados padrões nos atores atuantes na RFI? Quais as permanências de seus comportamentos? Como o tema da regulação é percebido por atores não financeiros como sindicatos, empresas e think-tanks? A indústria financeira, enquanto ator chave possui fragmentações entre seus diferentes representantes? E os países de diferentes posições no sistema interestatal capitalista, possuem convergência entre suas posições?

Com efeito, o campo de RFI se constitui como promissora agenda de pesquisas. Esta dissertação pretendeu um esforço inicial de pesquisas para se aproximar a área de Economia Política Internacional e o tema da regulação financeira internacional.

REFERÊNCIAS

ARRIGHI, Giovanni. (1994), *O longo século XX*. São Paulo: Editora UNESP.

BCBS. Basel Committee on Banking Supervision (1999) ‘A New Capital Adequacy Framework’, Consultative Paper issued by the Basel Committee on Banking Supervision, Basel: Bank for International Settlements.

BENOIT, Bertrand. “US ‘will lose financial superpower status’.” **Financial Times**. September, 25, 2008. Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1d6a4f3a-8aee-11dd-b634-0000779fd18c.html#axzz3idDePTUK> Acesso em: 15/7/2015

BIS. 83rd Annual Report, April 2012-31 March 2013. Basileia: *Bank of International Settlements*. Junho, 2013.

BIS. *Bank Of International Settlements*. 2015. History of the Basel Committee. Atualizado em 1 de Outubro de 2015. Disponível em: <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>. Acesso em: 27/03/2016.

Board of Governors of the Federal Reserve System. 2016. Central bank liquidity swap lines. Atualizado em 16 de Fevereiro de 2016. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_swaplines.htm. Acesso em: 13/04/2016.

BRAGA, J.C.S. & CINTRA, M.A.M. “Finanças Dolarizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano”. In: FIORI, José Luís. (org.) *O Poder Americano*. 2a ed. Petrópolis, Vozes, 2005, pp. 253-307

BRAUDEL, Fernand. *A Dinâmica do Capitalismo*. Rio de Janeiro: Editora Rocco, 1987.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos, A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?, **Novos Estudos - CEBRAP**, n. 86, p. 51–72, 2010.

BRUNNERMEIER, Markus; Crocket, Andrew; Goodhart, Charles; Persaud, Avinash; Shin, Hyun. *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Genebra, Suíça. International Center for Monetary and Banking Studies – Centre for Economic Policy Research. 2009.

BRUNNERMEIER, Markus K, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, **Journal of Economic Perspectives**, v. 23, n. 1, p. 77–100, 2009.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. **Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da regulação de liquidez aos acordos de Basileia**. In: SOBREIRA, Rogério (org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/inovacao_financeira_e_regulacao.pdf Acesso em: 01/05/2016.

CECÍLIO, Marco Bulhões. Fernand Braudel no mundo contemporâneo e a acumulação acelerada de riquezas: economia de mercado e capitalismo como opostos? (2012) Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M.C.P. de. “As Megainstituições e a Instabilidade Financeira: Os Desafios para a Regulamentação Prudencial”. **Revista de Economia Política**, vol. 20, nº 2(78), abril-junho/2000.

CHACKO, G; SJOMAN, A.; MOTOHASHI, H.; & DESSAIN, V. **Credit Derivatives**. Filadélfia: Wharton School, 2006.

CHESNAIS, François. **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

CLARK, Andrew & Treanor, Jill. “*Greenspan – I was wrong about the economy. Sort of.*” **The Guardian**, , 24 de outubro, 2008. Disponível em: <http://www.theguardian.com/business/2008/oct/24/economics-creditcrunch-federal-reserve-greenspan> Acesso em: 07/03/2016.

COELHO, Jaime César. “Trajetórias e Interesses: os EUA e as finanças globalizadas num contexto de crise e transição”. **Revista de Economia Política**, vol.31, nº5 (125), pp. 771-793. 2011.

COHEN, Benjamin J. “Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance”. **World Politics**. Vol. 48, n. 2, pp. 268-296, Jan., 1996.

COHEN, Benjamin. **The Geography of Money**, Cornell, Cornell University Press, 1998.

COHEN, Benjamin, **International Political Economy: An Intellectual History**, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

COHEN, Benjamin. Money, Power and Crisis. Conferência preparada para “**A retrospective on the Work of Susan Strange: Structure, Power, Knowledge, and Norms,**” Princeton University, Princeton, NJ. pp. 1-16. Janeiro 2014 Disponível em: <http://www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/strange14/cohen.pdf> Acesso em: 20/02/2016

CONTI, B. M. **Política Cambial e Monetária**: Os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. 2011.. 212 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011

COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS. 2013 *Economic Report of the President*. 2013. Disponível em: http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/erp2013/full_2013_economic_report_of_the_president.pdf Acesso em: 22/09/13

CROTTY, J., Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the “new financial architecture”, **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 4, p. 563–580, 2009.

DEOS, Simone Silva. A Regulação do Sistema Financeira após a crise. Pp. 371-409. In: CINTRA, M.A.M.; GOMES, K. R. (orgs.). **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional, Volume 1**. Brasília, IPEA. (2012).

DREZNER, Daniel. “The Irony of Global Economic Governance: The System Worked.” **Council of Foreign Relations Working Paper**. Outubro 2012.

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo, A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo, **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 274–294, 2009.

FIORI, José Luís. “Globalização, hegemonia e império”. In: TAVARES, M. C; FIORI, José Luís (orgs.). **Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ, Vozes, 1997, pp. 87-147

FIORI, J.L. Sistema Mundial: Império e pauperização, in: FIORI, J.L. & MEDEIROS, C. **Polarização Mundial e Crescimento**. Ed. Vozes, Petrópolis, 2001.

FIORI, José Luís. "Formação, Expansão e Limites do Poder Global". IN: FIORI, José Luís. (org.) **O Poder Americano**. 2a ed. Petrópolis, Vozes, 2005a, pp. 11-64

FIORI, José Luís. “O Poder Global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites”. In: : FIORI, José Luís. (org.) **O Poder Americano**. 2a ed. Petrópolis, Vozes, 2005b, pp. 67 – 110.

FIORI, José Luís, "Sobre o poder global", **Novos Estudos**, n. 73, p. 61–72, 2005c.

G20. G20 Leaders Statement: London Summit. 2 Abril de 2009. Disponível em: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/g20_leaders_declaration_london_2009.pdf Acesso em: 10/04/2016.

G20. G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit. 24-25 Setembro de 2009b. Disponível em: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/g20_leaders_declaration_pittsburgh_2009.pdf . Acesso em: 13/04/2016.

GERMAIN, Randall. The Political Economy of Global Transformation: Susan Strange, E.H. Carr and the Dynamics of Structural Change. Conferência apresentada em “**A retrospective on the Work of Susan Strange**”. Princeton University. Janeiro, 2014, Princeton, NJ. pp. 1-22. 2014. Disponível em: <<http://www.princeton.edu/~pcglobal/conferences/strange14/germain.pdf>> Acesso em: 20.02/2016

GILL, Stephen (ed.). **Global Crises and the Crisis of Global Leadership**. Londres: Cambridge University Press. 2011

GILL, Stephen R. & LAW, David. “Global Hegemony and the Structural Power of Capital”. **International Studies Quarterly**, vol. 33, pp. 475 – 499. 1989

GILPIN, Robert. (2002), **A economia política das Relações Internacionais**. Tradução Sérgio Bath. Brasília: Editora UnB.

GOWAN, Peter. **A Roleta Global**. Uma aposta faustiana de Washington para a dominação do mundo. Rio de Janeiro: Record, 2003. [1999].

GOWAN, Peter. “Crise no Centro - Conseqüências do Novo Sistema”. **Estudos Avançados**, vol. 23 (65). Pp. 49-72, 2009.

GRUBER, Lloyd. **Ruling the World: Power Politics and the Rise of Supranational Institutions**. Princeton, NJ: Princeton University Press. 2000.

HELLEINER, Eric; PAGLIARI, Stefano. "The End of an Era in International Financial Regulation? A postcrisis Research Agenda. **International Organization**, vol. 65, Winter, pp. 169-200, 2011.

HELLEINER, Eric. **States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s**. Cornell University Press. Ithaca and London. 1994.

HELLEINER, Eric, **The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown**, Waterloo: Oxford University Press, 2014.

HELLEINER, Eric, "What Role for the New Financial Stability Board? The Politics of International Standards after the Crisis", **Global Policy**, v. 1, n. 3, p. 282–290, 2010.

HOBBSBAWM, E. **Era dos extremos. O breve século XX – 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 2006.

KAPSTEIN, Ethan Barnaby, Between power and purpose: central bankers and the politics of regulatory convergence, **International Organization**, v. 46, n. 01, p. 265, 1992.

KENNEDY, Paul. **The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and Military Conflict from 1500 to 2000**. Editora Unwin Hyman. Londres. 1988.

KEOHANE, R. **After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1984.

KEOHANE, Robert O. & NYE JR, Joseph S **Power and Interdependence: World Politics in Transition**. Boston: Little, Brown. 1977.

KINDLEBERGER, Charles P. **The World in Depression, 1929–1939**. Berkeley: University of California Press, 1973.

KISSINGER, Henry. **Diplomacia**. São Paulo: Saraiva, 2012

KIRSHNER, Jonathan. “The neoliberal Bailout”. Resenha de DREZNER, Daniel. “The System Worked: How the World Stopped Another Great Depression”. 07/07/2015. Disponível em: <https://www.bostonreview.net/books-ideas/jonathan-kirshner-daniel-drezner-neoliberal-bailout> Acesso em: 10/09/2015.

KOMAI, Alejandro; RICHARDSON, Gary, A Brief History of Regulation Regarding Financial Markets in The United States: 1789 to 2009, **NBER Working Paper No. 17443**, 2011.

KRASNER, Stephen. **International Regimes**. Ithaca, NY: Cornell University Press. 1983

KREGEL, J.A. **The Past and Future of Banks**. Rome: Ente Einaudi. 1997.

LALL, Ranjit, From failure to failure: The politics of international banking regulation, **Review of International Political Economy**, v. 19, n. February 2015, p. 609–638, 2012.

LIMA, Luiz A. O.; Auge e Declínio da Hipótese dos Mercados Eficientes. **Revista de Economia Política**, vol. 23, nº4 (92), outubro-dezembro/2003.

MALLABY, Sebastian. “Hands Off Hedge Funds”. *Foreign Affairs*, Vol. 86, No. , Jan – Feb 2007. pp. 91 – 101.

MARCHETTO, Bruno. **A crise de Bretton Woods e a Metamorfose do Poder Norte-Americano: o início da transição da ordem internacional do pós-guerra**. 2013. 114 f. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013.

MARIUTTI, Eduardo Barros. “As várias dimensões da crise mundial: Tendências Gerais”. **Conexão Política**. Ano 1, n. 1, P. 49-77 jul./dez. Teresina. 2012

MCDOWELL, Daniel, The US as “Sovereign International Last-Resort Lender”: The Fed’s Currency Swap Programme during the Great Panic of 2007–09, **New Political Economy**, v. 17, n. 2, p. 157–178, 2012.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro. “Regulação Bancária e Arranjo Institucional Pós-crise: Atuação do Conselho de Estabilidade Financeira e Basileia III”. In: CINTRA, M.A.M.; GOMES, K. R. (orgs.). **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional, Volume 2**. Brasília, IPEA. (2012).

MENDONÇA, Filipe Almeida. **Entre a Teoria e a História: A Política Comercial dos Estados Unidos na década de 1980**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Programa de Pós-Graduação San Tiago Dantas (UNESP, UNICAMP e PUC-SP), 2009.

METRI, M. “A Ascensão do Dólar e a Resistência da Libra”, **Revista Tempo do Mundo**, v. 1, n. 1, janeiro de 2015.

METRI, M. “Diplomacia Triangular, Arábia Saudita e a defesa do dólar nos anos setenta”. In: **Encontro Nacional da Associação Brasileira de Relações Internacionais – ABRI**, 5, 2015, Belo Horizonte, MG. Anais (on-line). Belo Horizonte: ABRI, 2015. Disponível em:

<<http://www.encontronacional2015.abri.org.br/site/anaiscomplementares?AREA=15%20>> Acesso em: 02/09/2015.

MINSKY, H. P. (1986). **Stabilizing an Unstable Economy**. Yale University Press.

MOFFIT, Michael. **O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à beira da insolvência**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

MOSCHELLA, M; TSINGOU, E, **Great Expectations, Slow Transformations: Incremental Change in Post-crisis Regulation**, [s.l.: s.n.], 2013.

PAGLIARI, Stefano, **Public Salience and International Financial Regulation. Explaining the International Regulation of OTC Derivatives, Rating Agencies, and Hedge Funds.**, PHD Thesis. University of Waterloo, 2013.

PECEQUILO, Cristina Soreanu. **A política externa dos Estados Unidos: Continuidade ou mudança?** Porto Alegre: Editora UFRGS, 2003.

PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: A economia brasileira na década de noventa**. 1997. 197 f. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

PRATES, Daniela Magalhães. **Crises Financeiras dos Países “Emergentes”**: Uma interpretação heterodoxa. 2002. 206 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

PRATES, Daniela M. As assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, **Revista de Economia Contemporânea**, v.9, n.2, p. 263-288, 2005.

RAMOS, Leonardo; VADELL, Javier; SAGGIORO, Ana; FERNANDES, Márcia. “A governança econômica global e os desafios do G-20 pós-crise financeira: análise das posições de Estados Unidos, China, Alemanha e Brasil”. **Revista Brasileira de Política Internacional**. Vol. 55, n.2, pp. 10-27, 2012.

SERRANO, Franklin. “Do ouro imóvel ao dólar flexível”. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.11, n.2 (19), p. 237-253, jul. / dez. 2002.

STORY, Luise & DASH, Eric. “*Bankers Reaped Lavish Bonuses During Bailouts.*” **New York Times**. 30, Julho, 2009. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/07/31/business/31pay.html?_r=0> Acesso em: 18/08/2015.

STRANGE, Susan. “Cave! Hic Dragones: A critique of Regime Analysis”. **International Organization**, Vol. 36. No. 2, International Regimes (Spring, 1982) pp. 479-496.

STRANGE, Susan. “International Economics and International Relations: a case of mutual neglect”, **International Affairs**, v. 46, n.2, Abril 1970, pp. 304-315.

STRANGE, Susan. **States and Markets**. Londres: Continuum. 2º Ed. 1994 [1988].

STRANGE, Susan. "The Persistent Myth of Lost Hegemony". **International Organization**, Vol. 41, No. 4. Outono de 1987, págs. 551-574.

STRANGE, Susan. **Mad Money: When Markets Outgrow Governments**. 1998. The University of Michigan Press.

TARULLO, D K, **Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation**, 2008.

TAVARES, M.C., “A Retomada da Hegemonia Americana e seu Impacto sobre a América Latina”, em FIORI, J. L. e TAVARES, M. C. (org.), **Poder e dinheiro**, Petrópolis: Vozes, 1997.

TAVARES, M. C. “A Crise Financeira Atual”. Paper Itamaraty. 30/04/2009. Disponível em: < http://www.desenvolvimentistas.com.br/desempregozero/wp-content/uploads/2009/05/maria_da_conceicao_tavares-a-crise_-financeira-atual-itamaraty1.pdf> Acesso em: 15/02/2012.

TAVARES, M.C., MELIN, Luiz Eduardo. “Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana”, em FIORI, J. L. e TAVARES, M. C. (org.), **Poder e dinheiro**, Petrópolis: Vozes, 1997.

TOBIN, Glenn. “National Rules and Global Money” PhD. Diss., Harvard University, Cambridge, Mass, 1991.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira, A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo, **Revista Brasileira de Economia**, v. 34, n. 136, p. 433–450, 2014.

TORRES FILHO, E.T. & MARTINS, N. M. Regulação dos Sistema Financeiros: As experiências internacional e brasileira. Grupo de Estudos do Setor Elétrico. Projeto “Indicadores de Sustentabilidade Econômica Financeira das distribuidoras de Energia Elétrica”. 2016.

UNDERHILL, G. & ZHANG, X. Setting the Rules: Private Power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance, **International Affairs**, v. 84, n. 3, pp. 535-554.

VESTERGAARD, Jakob; WADE, Robert, The Governance Response to the Great Recession: The “Success” of the G20, **Journal of Economic Issues**, v. 0, n. 2, p. 481–490, 2012.

VIGEVANI, Tullo; OLIVEIRA, Marcelo Fernandes de; LIMA, Thiago; MENDONÇA, Filipe. “Estados Unidos: política comercial e órgãos de execução”. In: Velasco e Cruz, Sebastião Carlos (coord.). **Reestruturação econômica mundial e reformas liberalizantes nos países em desenvolvimento**. São Paulo: Unicamp/Cedec, ago. 2005 (2º Relatório científico – 2ª fase, apresentado à FAPESP).

VERDIER, Pierre Hugues, The political economy of international financial regulation, **Indiana Law Journal**, v. 88, n. 4, p. 1405–1474, 2013.

WADE, Robert. The First-World Debt Crisis of 2007 – 2010 in Global Perspective, **Challenge**, v. 51, n. 4, p. 23-54, 2008

WADE, R., From global imbalances to global reorganisations, **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 4, p. 539–562, 2009.

WALLERSTEIN, Immanuel. 1984. **The Politics of the World-Economy**. New York: Cambridge University Press.

WALTER, Andrew. **World Power and World Money**, Harvester Wheatsheaf: Londres. 1993

WALTER, Andrew. **Governing finance**: East Asia's adoption of International Standards Ithaca, NY. Cornell University Press, 2008.

YOUNG, Kevin. Transnational Regulatory Capture? An empirical examination of the transnational lobbying of the Basel Committee on Banking Supervision. **Review of International Political Economy**, v. 19, n. 4, pp. 663-688, 2012.

YOUNG, Kevin, Financial industry groups' adaptation to the post-crisis regulatory environment: Changing approaches to the policy cycle, **Regulation & Governance**, v. 7, n. 4, p. 460–480, 2013.