

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM  
ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL**

**MARCO BULHÕES CECILIO**

**AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO  
INTERNACIONAL APÓS A CRISE DE 2008 E A NOVA  
CENTRALIDADE NORTE-AMERICANA**

**RIO DE JANEIRO  
2019**

**MARCO BULHÕES CECILIO**

**AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO  
INTERNACIONAL APÓS A CRISE DE 2008 E A NOVA CENTRALIDADE  
NORTE-AMERICANA**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de doutor em Economia Política Internacional.

Orientador: Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho

RIO DE JANEIRO  
2019

## FICHA CATALOGRÁFICA

C388 Cecilio, Marco Bulhões  
As Transformações no Sistema Monetário e Financeiro Internacional após a Crise de 2008 e a Nova Centralidade Norte-americana / Marco Bulhões Cecilio. – 2019.  
302 p.; 31 cm.

Orientador: Ernani Teixeira Torres Filho  
Tese (doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, 2019.  
Bibliografia: f. 282 - 302.

1. Sistema monetário internacional. 2. Crise econômica - 2008. 3. Estados Unidos  
Política econômica. I. Torres Filho, Ernani Teixeira, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

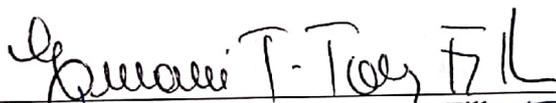
CDD 332.4566

Ficha catalográfica elaborada pelo bibliotecário: Lucas Augusto Alves Figueiredo  
CRB 7 – 6851 Biblioteca Eugênio Gudín/CCJE/UFRJ

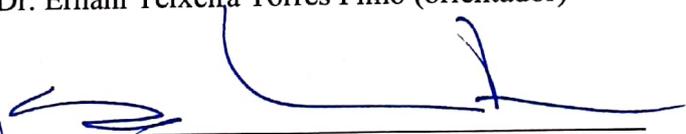
Marco Bulhões Cecilio

AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA MONETÁRIO E  
FINANCEIRO INTERNACIONAL APÓS A CRISE DE 2008 E A NOVA  
CENTRALIDADE NORTE-AMERICANA

Tese de Doutorado apresentada ao  
Programa de Pós-Graduação em  
Economia Política Internacional, do  
Instituto de Economia da Universidade  
Federal do Rio de Janeiro, como parte  
dos requisitos necessários à obtenção do  
título de doutor em Economia Política  
Internacional.



Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho (orientador)

---

Prof. Dr. José Luis da Costa Fiori

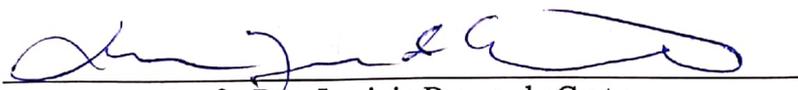
---

Prof. Dr. Mauricio Medici Metri

---

Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates

---

Profa. Dra. Lavinia Barros de Castro

MARÇO - 2019

## RESUMO

### AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL APÓS A CRISE DE 2008 E A NOVA CENTRALIDADE NORTE-AMERICANA

Marco Bulhões Cecilio

Orientador: Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho

Resumo da Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de doutor em Economia Política Internacional.

A leitura dominante no campo da Economia Política Internacional é de que a crise de 2008 foi uma *status quo crisis*, ou seja, apesar de sua intensidade, o impacto duradouro sobre as estruturas de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional foi mínimo. Para se contrapor a esta posição, esta tese se propõe a avaliar de fato por quais transformações o sistema passou desde então. Para isso, investiga como se deu a atuação dos EUA, tanto como bombeiros da crise, atuando de forma emergencial, como quanto arquitetos, realizando uma reforma regulatória. As implicações desta resposta norte-americana são avaliadas em termos do funcionamento do sistema e também da posição dos EUA na ordem global. Assim, conclui que houve substancial mudança em seu funcionamento, consistindo em um novo ordenamento que tem como característica mercados acolchoados e supervisionados. Como consequência, o *money market* passou por profunda transformação, tendo agora o Estado como um agente central. Com isso, a centralidade norte-americana foi expandida. Além de seu ampliado papel no *money market*, apontam nesta direção de reforço da posição norte-americana a institucionalização das linhas de *swap* internacionais, que oficializam seu papel de emprestador global em última instância, a ampliação de mercado dos bancos norte-americanos em um novo arranjo de entrelaçamento com o Estado, a manutenção da hegemonia do dólar e a ampliação dos poderes de supervisão consolidados no aparato estatal norte-americano. Com isso, ainda que a crise de 2008 não tenha provocado uma alteração no funcionamento do sistema da mesma magnitude que ocorreu nas décadas de 70 e 80, ela disparou mudanças essenciais para se compreender a nova ordem global.

Palavras-chave: sistema monetário internacional, sistema financeiro, Estados Unidos, regulação financeira, poder norte-americano, crise de 2008

Rio de Janeiro  
2019

## ABSTRACT

### AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO INTERNACIONAL APÓS A CRISE DE 2008 E A NOVA CENTRALIDADE NORTE-AMERICANA

Marco Bulhões Cecilio

Orientador: Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho

Abstract da Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de doutor em Economia Política Internacional.

In the field of International Political Economy, the dominant interpretation of the 2008 financial crisis is that it was a "status quo crisis," i.e. that despite its intensity, its impact on the functioning structures of the international monetary and financial system was minimal. This dissertation contests that interpretation by evaluating important transformations in the system since 2008. In order to do this, it investigates the United States' dual role as both "firefighters" of the crisis, acting in an emergency manner, and as architects, carrying out a regulatory reform. The implications of this response are evaluated in terms of the functioning of the system and also in relation to the US position in the global order. This analysis shows that there was a substantial change in the functioning of the system post-2008, consisting of a new order based on padded and supervised markets. As a consequence, the money market underwent profound transformation, now having the state as a central agent. In turn, the United States took on an even more prominent role in the global money market. What's more, the United States' position was further reinforced by the institutionalization of international swap lines, which officially affirm the US role as global lender of last resort; the market expansion of US banks in a new interweaving with the state; the sustained hegemony of the dollar; and the expansion of supervisory powers by the the US state apparatus. Thus, although the crisis of 2008 did not cause a rupture in the the system of the same magnitude as that of the 1970s and 1980s, it triggered significant changes critical to understanding the new global order.

Keywords: international monetary system, financial system, United States, financial regulation, US power, 2008 crisis

Rio de Janeiro  
2019

## AGRADECIMENTOS

Inicialmente, agradeço ao meu orientador Professor Ernani Torres pela faísca inicial que disparou esta pesquisa. A ele também agradeço as proveitosas conversas e a leitura atenta às versões preliminares deste trabalho. Sua confiança no rumo que eu tomei, bom humor e aguçado instinto para o que era essencial ajudaram a tornar a construção desta tese mais leve. Obrigado!

Da mesma forma, agradeço aos Professores José Luís Fiori e Fernando Cardim (*in memoriam*) pelas contribuições por ocasião da qualificação desta tese. Aproveito para estender este agradecimento a todos os professoras e professores que, de forma tão inspiradora desde a infância, fizeram parte de minha formação. Não há ofício mais nobre do que esse!

Agradeço ainda, ao corpo de funcionários da UFRJ que ofereceu as condições fundamentais para esta pesquisa e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), cujo apoio foi essencial para a realização deste trabalho. Também agradeço a Gabriel Calou e Norberto Montani pelas contribuições à pesquisa.

Aos amigos e à família, o agradecimento pelos momentos juntos que dão sabor à vida. À minha irmã Luiza e ao Carlito, por tanto cuidado e carinho que ajudam a tornar meu navegar pelo mundo mais sereno. Aos meus pais, Sandra e Mauricio, por ser, desde sempre, inspiração e base de impulsão, além de um recanto de proteção e amor constantemente de portas abertas.

À Michelle Ferreti, companheira de vida, pela parceria, paciência e cumplicidade, obrigado. Por cada conversa, cada troca de olhares, cada viagem, cada jantar num Rio de Janeiro a mais de 35° C, cada dia cansativo que achamos um jeito de reinventar, pelo projeto de vida compartilhado, meu agradecimento. Seguimos juntos e além!

Por fim, agradeço à Maya. Sua simples existência amplia e reconfigura o sentido de tudo a todo momento. Se não bastasse, não há nada mais reenergizador do que estar com você. Que sorte tenho!

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
<b>CAPÍTULO 1 - O SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO MODERNO .....</b>	<b>23</b>
1.1 Elementos centrais do novo sistema .....	23
1.2 Os mercados financeiros sob o novo sistema.....	31
<b>CAPÍTULO 2 - O ESTADO COMO BOMBEIRO .....</b>	<b>42</b>
2.1 Visão geral da resposta emergencial .....	42
2.2 Taxa de juros .....	46
2.3 Mecanismos de liquidez .....	49
2.4 Linhas de <i>swap</i> internacional .....	68
2.5 Intervenção federal.....	77
2.6 Empréstimos pontuais às instituições privadas .....	80
2.7 Injeção de capital nas instituições financeiras .....	85
2.8 Garantias .....	90
2.9 Testes de <i>Stress</i> .....	93
2.10 Compra de ativos em larga escala.....	96
2.11 Outras ações .....	102
2.12 Resumo da ação emergencial .....	103
<b>CAPÍTULO 3 - O ESTADO COMO ARQUITETO.....</b>	<b>110</b>
3.1 Visão geral da resposta regulatória .....	110
3.2 Regulador sistêmico .....	122
3.3 Resolução de firmas - Lidando com <i>too-big-to-fail</i> .....	128
3.4 Programas de liquidez e garantias.....	133
3.5 Requerimento de capital, alavancagem e liquidez .....	136
3.5.1 Requerimentos de capital .....	138
3.5.2 Nível de Alavancagem .....	142
3.5.3 Requerimentos de liquidez.....	144

3.5.4 Testes de <i>stress</i> regulares .....	149
3.6 Regulação de bancos internacionais.....	150
3.7 <i>Money Market Funds</i> .....	152
3.8 <i>Volcker Rule</i> .....	154
3.9 Derivativos .....	158
3.10 Securitização - <i>Skin in the game</i> .....	162
3.11 Agências de <i>rating</i> .....	164
3.12 <i>Hedge Funds</i> .....	165
3.13 Proteção ao consumidor .....	166
3.14 Temas sem mudanças significativas .....	166
3.15 Resumo das reformas .....	168
<b>CAPÍTULO 4 - A CENTRALIDADE NORTE-AMERICANA RENOVADA .....</b>	<b>172</b>
4.1 Mercados em Transformação: o <i>Money Market</i> .....	173
4.2 Centralidade Renovada .....	186
4.2.1 Centralidade Renovada 1: o Estado como Centro do <i>Money Market</i> .....	186
4.2.2 Centralidade Renovada 2: Global Lender of Last Resort .....	195
4.2.3 Centralidade Renovada 3: Hegemonia do Dólar.....	203
4.2.4 Centralidade Renovada 4: Entrelaçamento Estado-Bancos .....	216
4.2.5 Centralidade Renovada 5: Capacidade de Supervisão.....	230
4.3 Novos Desafios .....	237
4.3.1 Novo Desafio 1: a Questão Operacional.....	237
4.3.2 Novo Desafio 2: a Questão Política .....	247
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>256</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>282</b>

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Evolução da <i>Federal Funds Rate</i> – Taxa alvo de 2000 a 2015 .....	47
<b>Figura 2:</b> Evolução da <i>Federal Funds Rate</i> – Taxa alvo de agosto de 2007 a março de 2009 .....	48
<b>Figura 3:</b> Montante emprestado pelo FED por meio do TAF e da Janela de Redesconto por semana em U\$ bilhões .....	58
<b>Figura 4:</b> Montante emprestado pelo FED por meio da Janela de Redesconto e dos programas TAF, TSLF e PDCF por semana em U\$ bilhões .....	62
<b>Figura 5:</b> Montante emprestado pelo FED por meio da Janela de Redesconto e dos programas TAF, TSLF, PDCF, AMLF, CPFF e TALF por semana em U\$ bilhões .....	66
<b>Figura 6:</b> Evolução dos ativos do FED - 2007 a 2010 .....	68
<b>Figura 7:</b> Ativos em dólar de bancos europeus e ativos em moedas européias de bancos norte-americanos – 1999 a 2008 em trilhões de dólares .....	69
<b>Figura 8:</b> Relação entre passivo dos bancos de um país e seu PIB e divisão entre depósitos e outros passivos em 2008.....	70
<b>Figura 9:</b> <i>Spread</i> entre a Libor de 3 meses e a OIS.....	71
<b>Figura 10:</b> Montante emprestado pelo FED por semana por meio das Linhas de Swap e do TAF em U\$ bilhões.....	75
<b>Figura 11:</b> Montante das linhas de <i>swap</i> com o FED em aberto por banco central estrangeiro .....	77
<b>Figura 12:</b> Evolução do TED <i>Spread</i> entre julho de 2007 e outubro de 2008 .....	86
<b>Figura 13:</b> Evolução do TED <i>Spread</i> entre julho de 2007 e julho de 2010 .....	96
<b>Figura 14:</b> Evolução da taxa de desemprego nos EUA .....	100
<b>Figura 15:</b> Evolução de ativos do FED - Títulos do Tesouro de diferentes maturidades, dívidas das GSEs, MBS e Outros em bilhões de dólares .....	102
<b>Figura 16:</b> Resumo dos programas emergenciais implementados pelo Estado norte-americano em resposta à GCF.....	105
<b>Figura 17:</b> Evolução dos requerimentos de capital .....	140
<b>Figura 18:</b> Evolução de <i>central clearing</i> nos mercados de derivativos .....	160
<b>Figura 19:</b> Evolução das reservas em bilhões de dólares .....	178
<b>Figura 20:</b> Médias trimestrais do montante dos estouros diários das posições dos bancos com o FED.....	179
<b>Figura 21:</b> Dimensão das posições de repo dos <i>primary dealers</i> por grupo regulatório.....	182
<b>Figura 22:</b> Comportamento da <i>Fed Funds Rate</i> em relação à IOER e ON RPP.....	185
<b>Figura 23:</b> Recursos alocados em <i>Prime Funds</i> e em <i>Government Funds</i> .....	189
<b>Figura 24:</b> Montante de recursos alocados no ON RPP por usuário.....	190
<b>Figura 25:</b> Evolução dos novos mecanismos de depósito ou liquidez oferecidos pelo FED .....	192
<b>Figura 26:</b> Evolução dos títulos em repo aceitos pelo FED em contraste com reservas e Títulos do Tesouro de curto prazo .....	195
<b>Figura 27:</b> Composição das reservas internacionais por moeda .....	205
<b>Figura 28:</b> Evolução do índice dólar .....	206
<b>Figura 29:</b> Uso de moedas nos mercados de derivativo OTC .....	207
<b>Figura 30:</b> Relação entre PIB dos EUA e PIB da China .....	208
<b>Figura 31:</b> Evolução das reservas internacionais possuídas por país.....	212
<b>Figura 32:</b> Evolução da disponibilidade de <i>safe assets</i> .....	214
<b>Figura 33:</b> Evolução das taxas de juro reais dos Títulos do Tesouro de 10 anos.....	215
<b>Figura 34:</b> Evolução dos ativos internacionais dos bancos europeus .....	219
<b>Figura 35:</b> Capital adicional levantado por bancos americanos e europeus.....	221
<b>Figura 36:</b> Origem dos aumentos de capital nos bancos .....	226

<b>Figura 37:</b> Evolução das receitas, ativos e empregados dos bancos americanos e europeus entre 2007 e 2017 .....	229
<b>Figura 38:</b> Dispersão das taxas no <i>money market</i> .....	239
<b>Figura 39:</b> Comportamento de certas taxas do <i>money market</i> .....	240
<b>Figura 40:</b> Evolução do <i>spread</i> entre LIBOR e IOS .....	241
<b>Figura 41:</b> Evolução do <i>cross-currency basis</i> entre dólar e yen .....	242

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Percentual dos programas de liquidez do FED destinado à instituições estrangeiras .....	73
<b>Tabela 2:</b> Resumo dos programas emergenciais implementados pelo Estado norte-americano em resposta à GCF.....	105
<b>Tabela 3:</b> Capital-extra exigido para GSIBs norte-americanos em 2017 .....	141
<b>Tabela 4:</b> Resumo das mudanças regulatórias nos EUA .....	168
<b>Tabela 5:</b> Pagamento de dividendos e retorno sobre capital de bancos em regiões selecionadas .....	227

## INTRODUÇÃO

Em 1971 Nixon foi à TV e, dirigindo-se ao povo norte-americano, anunciou um novo plano econômico para combater o desemprego e a inflação no país. As medidas tinham foco nas questões domésticas, mas, entre elas, rompia unilateralmente a convertibilidade do dólar em ouro, com repercussões internacionais enormes. Assim, se iniciava o desmonte dos acordos de Bretton Woods e com isso o fim de uma era, ainda que curta, muito específica do sistema internacional com suas taxas fixas de câmbio, controle da conta de capitais e repressão financeira.

Durante o restante da década de 70 e início da de 80, gradualmente tomaria forma um novo sistema monetário internacional baseado no dólar-flexível (SERRANO, 2004) cujo desenho geral se estende até os dias atuais. Na onda do fim do bloco comunista e vaticínios de fim da história, o sistema sem qualquer lastro em ouro, com livre movimentação de capitais, sistema de preços flexíveis e hipertrofia financeira, passo a passo incorporaria à sua lógica praticamente a totalidade da economia mundial, além de flertar com uma aura de solução final e perene de uma ordem global liberal.

Tal percurso, no entanto, não seria construído sem percalços. Crises financeiras significativas sucederam-se, tais como a crise da dívida externa do terceiro mundo nos anos 80 e as crises mexicana, russa e asiática na década de 90. Neste sentido, estudo publicado pelo Banco da Inglaterra (BUSH, FARRANT & WRIGHT, 2011) apontou que crises bancárias e cambiais nunca foram tão frequentes quanto sob o atual regime. Tais crises, no entanto, se concentraram na periferia e, quando deflagradas no centro do sistema, como a crise das empresas ponto com de 2000, foram absorvidas de forma razoavelmente rápida, sem maiores impactos.

Sob outros aspectos, o desempenho do sistema também pode ser questionado. O mesmo estudo do Banco da Inglaterra aponta que o atual sistema coexistiu, em média, com um

crescimento global mais lento e mais volátil, recessões mais frequentes e maiores desequilíbrios em conta corrente que seus antecessores. Outros críticos (MILANOVIC, 2016) apontam para a formação de uma classe de super ricos sob o novo sistema, usufruindo do privilégio da ampla liberdade de movimentação de capitais para exacerbar seus ganhos num movimento com potencial danoso para as bases democráticas da sociedade.

No entanto, isso não impediu que o sistema também ostentasse conquistas. O próprio Milanovic (Ibid.), crítico da ascensão dos super ricos, reconhece a retirada de milhões da miséria especialmente no sudeste asiático como um marco das últimas décadas. Além disso, o sistema mostrou excepcional plasticidade, atravessando com relativa tranquilidade choques de preços consideráveis. Nesse sentido, basta lembrar o preço do petróleo flutuando entre US\$ 20 e US\$ 150 nos anos 2000.

Independentemente de seus méritos e limitações, o espírito geral no começo deste século, salve as isoladas vozes críticas, era triunfalista. O argumento geral era que a economia mundial havia chegado a um tempo de “finanças para todos”, com abundância de crédito, as turbulências do ciclo de negócio resolvidas e o sistema, pela sua capacidade de dividir e distribuir o risco, tornara-se muito mais seguro e estável (TURNER, 2015). Como exemplo, o Relatório de Estabilidade Financeira Global do FMI de abril de 2006, apenas 15 meses antes do início da crise do *sub-prime*, apontava para

*growing recognition that the dispersal of credit risk by banks to a broader and more diverse group of investors [...] has helped make the banking and overall financial system more resilient.” That improved resilience, it suggested “may be seen in fewer bank failures and more consistente credit provision. Consequently the commercial banks may be less vulnerable today to credit or economic shocks. (TURNER, 2015, p. 29)*

Assim, era inevitável que a Grande Crise Financeira de 2008 (GCF) fosse recebida com certa perplexidade. Não só o sistema, que era percebido por muitos como imune a grandes recessões, gestava a maior crise desde o *crash* de 1929, mas a mesma tinha seu epicentro nos

Estados Unidos e foi disparada por questões endógenas a seu *modus operandi*. Parecia ser uma bomba de auto implosão colocada no coração do sistema e que, assim, o explodiria por dentro.

As reações à crise foram fortes. Não só os velhos críticos, mas desta vez analistas do *mainstream* e líderes políticos de países centrais, como Nicholas Sarkozy e Gordon Brown, falavam abertamente sobre a necessidade de um novo Bretton Woods. O triunfalismo do começo da década dera lugar a um sentimento geral de que o sistema chegara ao fim e que reformas profundas eram urgentes e imprescindíveis. Muitas vozes defendiam uma espécie de retorno ao produtivismo e das finanças controladas em um arranjo similar ao da chamada era de ouro do capitalismo, mesmo que muitas vezes sem esclarecer como tal retorno seria possível. Outros flertavam com propostas radicais de um *reset* no sistema, com volta ao ouro como lastro do sistema ou o uso de moedas digitais. Todas estas ideias, no entanto, constituíram não mais do que um brevíssimo interlúdio romântico e sonhador.

Logo foi ficando claro que a ação internacional de resgate à economia global capitaneada pelos EUA, embora incapaz de evitar uma recessão, teria sucesso em impedir o colapso total do sistema. Com a antiga ordem de pé e as forças centrais de sua sustentação relativamente inabaladas (WOLF, 2018), conceber uma recriação completa do sistema internacional passou a ser não mais do que um passatempo intelectual. O sistema gestado na década de 70 seguia adiante.

Na academia, foi possivelmente Helleiner (2014) que registrou, de forma mais célebre, esta passagem, intitulado seu livro sobre a governança global após 2008 de *The Status Quo Crisis*. Como o título revela, ao avaliar alguns eixos do ordenamento financeiro internacional após a crise, a conclusão de Helleiner é de que muito pouco mudou. A despeito da severidade inicial da GCF, seu legado em termos de transformação sistêmica seria mínimo.

É com a obra de Helleiner (Ibid.) que esta tese estabelece seu principal campo de interlocução. Esta escolha deriva em parte de uma observação bem capturada por Drezner & McNamara (2013, p. 155):

*While the Great Recession has provoked a fair amount of public soul-searching among economists, international relations theorists and international political economy (IPE) scholars have been relatively sanguine [... and] had surprisingly little to say about either the causes or effects of the crisis.*

Na mesma linha, Katzenstein & Nelson (2013) apontam que o campo da Economia Política Internacional se mostrou curiosamente silencioso sobre a crise, registrando inclusive que o principal *journal* da área, *International Organization*, publicou um único artigo sobre o tema nos 5 anos seguintes à crise, não por acaso, tendo Helleiner como um dos co-autores: Helleiner & Pagliari, 2011.<sup>1</sup>

Desta forma, nossa tese dialoga diretamente com as conclusões de Helleiner (2014) e sua afirmação de que a GCF seria uma *status quo crisis*. É claro que face às tremendas expectativas de mudança fomentadas no momento inicial da crise, o sentimento geral é de que tudo segue igual. Isto, no entanto, apenas evidencia o quanto continuidade ou mudança são dimensões relativas, ou seja, que dependem do referencial do observador para sua análise. Assim, o ponto

---

<sup>1</sup> De todo modo, algumas outras obras merecem menção. Kirshner (2014) propõe uma reflexão de amplo fôlego sobre o poder norte-americano após a crise. No entanto, sua interpretação é um tanto frágil pois está excessivamente baseada nas implicações ideológicas da crise, ou seja, de que a mesma teria efeitos transformadores de médio prazo para o sistema ao evidenciar a falência conceitual das ideias que suportavam. O já citado Drezner (2016) publicou um relato um tanto otimista e mais focado na capacidade de se evitar uma depressão nos moldes de 1929 - *The System Worked*, do que nas transformações do sistema. Análises do sistema internacional a partir da teoria de redes tem sido uma instigante inovação para explicar a continuada centralidade norte-americana. Winecoff (2015) é um exemplo nesta direção, avançando na discussão de poder estrutural, mas tampouco abordando de forma central as transformações do sistema decorrentes da resposta norte-americana à GCF. Há ótimos trabalhos sob questões pontuais da crise como a predominância do dólar (PRASAD, 2015, STOKES, 2014) ou a transformação em mercados específicos como o de derivativos (PAGLIARI, 2013, HELLEINER & PAGLIARI, 2017), mas para uma avaliação mais ampla dos efeitos da GCF sobre a economia política global, Helleiner (2014) segue sendo a referência mais importante

Um raro contraponto à tese de Helleiner (Ibid.) é oferecido pela tese de doutorado de Stuart Mackintosh (2014), presidente do *think tank* na área de finanças internacionais Grupo dos 30, que foi posteriormente publicada em livro (MACKINTOSH, 2015). Sua obra, entretanto, pouco reverberou na comunidade acadêmica. Outro contraponto é o recente - e excelente - livro do historiador Adam Tooze (2018). O ponto central de Tooze é de que a GCF não foi uma *status quo crisis* em função do desarranjo causado nos sistemas políticos ao redor do globo. Seus argumentos são especialmente trabalhados na seção 4.3.2 deste trabalho: Novo Desafio 2: a Questão Política.

de partida desta pesquisa é um desejo de compreender o que de fato mudou no sistema monetário e financeiro internacional após a GCF.

Nesse sentido, nossa hipótese inicial, em boa medida confirmada na construção do trabalho, é de que as transformações no sistema são muito mais significativas do que o epíteto *Status Quo Crisis* transparece. Confirmar esta afirmação, contudo, não é suficiente. Qualificar qual o sentido destas mudanças, assim como o impacto delas para a posição norte-americana no ordenamento global, completam o escopo investigativo desta pesquisa.

No entanto, antes de apresentar as hipóteses sobre estes pontos, é relevante detalhar o argumento de Helleiner (2014) em *Status Quo*. Para chegar às suas conclusões, o autor estrutura sua análise em quatro eixos do sistema, nos quais enxerga uma manutenção da ordem vigente. São estes os eixos:

1. A manutenção da natureza “*market-friendly*” do sistema internacional, como contraponto às expectativas de mudanças regulatórias profundas que determinariam o fim de uma era de estrutura “neoliberal”;
2. A continuidade da centralidade dos EUA como ator central na resolução das crises, como contraponto às vozes que viam na emergência do G-20 um sinal de mudança;
3. A manutenção do papel central do dólar como moeda hegemônica, como contraponto aos que apostavam num declínio do dólar e emergência de novas moedas;
4. O papel reduzido que caberá ao *Financial Stability Board* (FSB),<sup>2</sup> como contraponto aos analistas que viam em sua criação a formação de um novo pilar na arquitetura econômica global.

---

<sup>2</sup> Órgão internacional criado em 2009 para monitorar e fazer recomendações sobre as condições do sistema financeiro internacional.

Tratemos inicialmente do primeiro dos eixos, que diz respeito à manutenção da natureza “*market-friendly*” do sistema internacional. A apresentação desta questão em termos binários, como faz Helleiner (2014), ou seja, apontando se um sistema possui ou não essa característica, é problemática. Mais uma vez, uma visão com mais nuances é necessária e nossa hipótese é de que a resposta à GCF gerou um sistema menos “*market-friendly*” do que o ordenamento anterior. A hipótese, contudo, torna-se melhor apresentada ao recuperarmos uma afirmação de Simon Johnson (2009), ex-diretor de pesquisa do FMI, em que o autor analisa as relações entre Estado norte-americano e o mercado antes da GCF:

*Over the past decade, the attitude took hold that what was good for Wall Street was good for the country. The banking-and-securities industry [...] benefited from the fact that Washington insiders already believed that large financial institutions and free-flowing capital markets were crucial to America's position in the world. [...] Faith in free financial markets grew into conventional wisdom - trumpeted on the editorial pages of The Wall Street Journal and on the floor of Congress.”* (JOHNSON, 2009, não paginado)

O que a fala de Johnson indica é que antes da GCF havia um alinhamento automático e incondicional entre o *establishment* norte-americano e a visão de uma ordem global baseada em mercados sem quaisquer amarras. Assim, qualificando a afirmação sobre a manutenção do caráter “*market-friendly*” do mercado, nossa hipótese é de que esse apoio incondicional a uma ordem financeira liberal ruiu. Os EUA seguem desejosos de uma ordem global gerenciada por meio dos mercados, porém estiveram dispostos a colocar, e colocaram, freios a esse ordenamento quando julgaram necessário por uma reação defensiva.

A conjectura por trás dessa avaliação é que, ainda que a crise não tenha abalado de forma grave a ascendência dos EUA, tal consequência sem dúvida esteve entre os resultados possíveis dos choques de 2007 e 2008. Na ótica do governo americano a GCF, em seu momento mais grave, poderia ter provocado um colapso do sistema financeiro e produtivo de proporções ainda maiores e mais ameaçador para a posição americana. Ademais, a frágil situação fiscal dos estados após os resgates do setor financeiro, acompanhada da lentíssima recuperação dos indicadores econômicos e a deslegitimação ideológica do sistema constituem consequências

graves e desestabilizadoras cujos sintomas ainda persistem em ação. Assim, outros choques que agravem estas consequências não podem ser tolerados. Dessa forma, a ação norte-americana após a GCF impôs medidas restritivas ao mercado sempre que julgou fundamental para minimizar a chance de um novo evento disruptivo. Assim, buscou evitar que o mercado, até então força essencial para apoiar a projeção de poder norte-americana, acabe por se tornar uma força desestabilizadora de sua liderança.

Com isso, nos aproximamos do debate a respeito do outro objetivo deste trabalho, ou seja, avaliar o impacto das transformações no sistema financeiro internacional sobre a posição norte-americana no mundo. Helleiner (2014) indiretamente aborda esta questão por meio dos outros 3 eixos analisados em seu livro: a continuidade da centralidade dos EUA na gestão da crise, a manutenção do papel central do dólar e o reduzido papel do *Financial Stability Board*. Assim, ao confirmar a continuidade destes três eixos, o autor aponta para a manutenção da centralidade norte-americana no ordenamento.

Aqui, estamos de acordo com a posição de Helleiner. Porém, nossa hipótese vai além do que é por ele anunciado. Ao explorar as transformações pelas quais o sistema passou após a crise e não restringir a análise a estes três eixos, nos deparamos com uma centralidade norte-americana renovada e ampliada. Do nosso ponto de vista, novos elementos emergem após a GCF para configurar esta posição. A institucionalização de algumas inovações usadas no combate à crise, os ampliados poderes de supervisão e ingerência do Estado norte-americano sobre o sistema financeiro e a forma concreta pela qual alguns mercados em específico passaram a operar, implicam que apenas indicar a manutenção da posição norte-americana é insuficiente. Sua alavancagem sobre o sistema cresceu em relação aos padrões precedentes.

Desta forma, para efeitos de clareza, retomamos e explicitamos as três hipóteses que animam este trabalho:

1. A qualificação do sistema monetário e financeiro internacional após a GCF como mera manutenção do *status quo* do período precedente à crise é incorreta ou, ao menos, contra-producente, pois não destaca as significativas transformações pelas quais o sistema passou;
2. As transformações do sistema vão na direção da contenção das forças de mercado sempre que necessário para proteger o Estado norte-americano dos impactos de um novo evento disruptivo como a GCF;
3. As transformações no sistema tiveram o efeito de reforçar a centralidade norte-americana no ordenamento global.

Apontadas nossas hipóteses, um esclarecimento a respeito do objeto de pesquisa é necessário. Embora este trabalho esteja preocupado com as mudanças no sistema monetário e financeiro internacional, opta-se aqui por um objeto de pesquisa central mais circunscrito: o sistema monetário e financeiro norte-americano.<sup>3</sup>

Duas razões essenciais fundamentam essa escolha. A primeira delas é que o sistema internacional é hoje, mais do que nunca, um sistema americano. O dólar continua sendo a principal moeda de reserva, assim como a mais importante moeda nas transações internacionais, Nova Iorque segue como a praça de compensação global e a taxa de juros norte-americana é o preço básico que ordena os mercados globais. Assim, a reforma do sistema financeiro norte-americano vai muito além de uma questão doméstica, tratando-se de uma reformatação dos parâmetros globais de funcionamento do sistema.

A segunda razão, umbilicalmente ligada a esta primeira, mas que lhe dá sustentação prática, deriva de observação do próprio Helleiner (2014) ao avaliar as mudanças regulatórias discutidas internacionalmente

---

<sup>3</sup> Para uma análise paralela à de nossa pesquisa, porém mais focada nos debates e fóruns internacionais, ver Mackintosh (2014, 2015).

*Because of the enduring importance of US financial markets, US officials were able to shape the [international] reform agenda and veto international initiatives that went beyond their preferences. They also gained influence from the fact that their domestic regulatory reforms were often developed more quickly than in Europe and elsewhere, giving them a kind of “first-mover” advantage in setting the agenda with an existing “regulatory template” for international negotiations. (HELLEINER, 2014, p. 24)*

Assim, Helleiner aponta que foram as transformações que vinham sendo debatidas domesticamente nos EUA que pautaram o desenho básico dos novos marcos globais de regulação. Dessa forma, compreender a dinâmica das transformações do sistema norte-americano é chave para compreender as mudanças no sistema internacional.

Com isso em mente, apresentamos a estrutura deste trabalho. Além desta Introdução e uma Conclusão, ele está dividido em quatro capítulos. O primeiro deles, “O Sistema Monetário e Financeiro Moderno” tem como objetivo apresentar as características essenciais do sistema que emergiu após o desmonte de Bretton Woods. Assim, recupera de forma breve sua construção histórica, analisa a posição norte-americana nesta nova ordem e descreve a dinâmica de funcionamento dos mercados. Dessa forma, o primeiro capítulo funciona como um pano de fundo para a discussão das transformações apresentadas mais adiante.

Já o segundo e terceiro capítulos, abrem caminho para que possamos chegar a essas transformações. Para isso, avaliam de que forma o Estado norte-americano agiu em resposta à GCF. Assim o capítulo 2, “O Estado como Bombeiro” descreve o excepcional arsenal de ações emergenciais usadas pelos norte-americanos para apagar as labaredas da crise. Já o capítulo 3, “O Estado como Arquiteto”, descreve as ações tomadas uma vez que o fogo havia sido contido. Assim, analisa as mudanças regulatórias introduzidas nos Estados Unidos como forma de redesenhar seu sistema financeiro.

Com isso, chegamos ao quarto capítulo: “A Centralidade Norte-Americana Renovada”. Nele, as ações descritas nos capítulos 2 e 3 são articuladas assim como seu impacto concreto sobre os mercados. Dessa forma, o capítulo pretende descrever as principais transformações pelas quais o sistema passou e mostra como estas renovaram a centralidade norte-americana.

Além disso, o capítulo também discute alguns novos desafios originados pelo redesenho do sistema.

Ao final, os elementos trazidos ao debate nesta Introdução são revistos à luz dos quatro capítulos, numa Conclusão que resume nossa visão sobre os impactos da GCF sobre o sistema.

A relevância desta pesquisa deriva, antes de tudo, da própria essência de seu objeto. O sistema monetário e financeiro internacional é um pilar do ordenamento global e sua formatação define, entre outras consequências, os graus de liberdade dos países em perseguir estratégias de desenvolvimento, determina espaços privilegiados de acumulação de riquezas e estabelece hierarquia de poderes estruturantes para diversos processos. Assim, avaliar suas novas conformações é uma agenda fundamental para a economia política internacional.

Esta pesquisa também se insere no longo debate a respeito da eventual derrocada do poder norte-americano que se estabeleceu a partir das crises que assombraram os EUA na década de 70. A resposta dos EUA àquelas crises permitiram ao país desfrutar dos “exuberantes” anos 90, de forma que as vozes que apontavam para seu declínio perderam força. A GCF, no entanto, tem como epicentro os EUA e, assim, implicou numa retomada dos debates sobre seu declínio. Desta forma, esta pesquisa pode contribuir para uma percepção mais completa sobre o impacto destes eventos sobre a posição norte-americana no mundo.

Cabe também destacar a relevância da dimensão temporal da investigação que aqui se apresenta. Possivelmente ela não poderia ter sido realizada dois anos atrás na forma que aqui recebeu, já que muitas das novas regulações relevantes, como a introdução de requerimentos de liquidez para as grandes instituições financeiras e a reforma dos *Money Market Funds*<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Os MMFs são fundos de investimento que simulam o funcionamento de uma conta bancária comum. Assim, o valor das cotas é fixado em U\$ 1 e os clientes podem emitir cheques e fazer depósitos como fariam numa conta corrente em um banco. Investindo os depósitos em ativos muito líquidos, como títulos do tesouro e papéis comerciais de alta qualidade, geram rentabilidade melhor que uma conta bancária. Contudo, os MMFs não desfrutam das garantias estatais que possuem as contas bancárias. Ainda assim, os MMFs foram importante instrumento para tirar os depósitos do sistema bancário e fomentar o sistema de intermediação financeira baseado em mercado, sendo muito utilizado por investidores pessoas físicas e também pelas tesourarias institucionais.

(MMFs), ocorreram apenas em 2015 e 2016. Vale lembrar, a este respeito, que Helleiner (2014) publica o já citado *The Status Quo Crisis* em 2014, ou seja, antes dos impactos das novas regulações. Muitas delas já haviam sido aprovadas, porém ainda não haviam sido implementadas à época. Assim, esta pesquisa permite que novas informações contestem e aprimorem as conclusões de Helleiner e assim constituem um esforço de reflexão sobre transformações ainda muito recentes do sistema financeiro global.

Por fim, há que se ressaltar que a natureza do objeto deste trabalho implica em transitar em dois terrenos áridos. O primeiro são os mecanismos de operação concreta do mercado financeiro, terreno natural dos agentes de mercado, mas sempre opacos e complexos para a análise acadêmica. O segundo, deste decorrente, é que a ação estatal sobre o sistema se dá em geral por meio da regulação. Para dar conta da complexidade dos mercados, esta mimetiza sua intrincada operação e ganha complicações técnicas consideráveis. Esta tese busca navegar nestes campos, do funcionamento do mercado e da regulação, sem neles se perder, ou seja, extrair do emaranhado de complexidades técnicas as transformações na dinâmica de poder dos EUA em relação aos demais estados e na natureza da relação estado-mercado. Também, na medida do possível, a pesquisa buscou tornar o entendimento dessas questões o mais acessível possível para o leitor não iniciado. Esperamos estar à altura desses desafios.

## CAPÍTULO 1 - O SISTEMA MONETÁRIO E FINANCEIRO MODERNO

Este primeiro capítulo, que tem como objetivo apresentar as características essenciais do sistema monetário moderno, está dividido em duas seções. A primeira delas se propõe a uma síntese da evolução histórica do sistema monetário a partir da década de 1970, destacando os elementos centrais que emergiram desse período de transformação e suas implicações para a posição norte-americana no mundo. Já a segunda seção, procura descrever o funcionamento dos mercados financeiros nessa nova ordem, já que possuem notada relevância dentro do sistema. Ambas as seções restringem sua análise ao período que se estende até 2008, sem anunciar as transformações introduzidas após a GCF.

### 1.1 Elementos centrais do novo sistema

A década de 70 e o início dos anos 80 foram palco de uma transformação radical na organização geoeconômica do mundo e, em especial, de seu sistema monetário e financeiro. Trata-se de um daqueles raros momentos que funcionam como uma dobra do tempo, separando ordenamentos substancialmente distintos que se estabelecem antes e depois dessa época de ruptura.<sup>5</sup>

A montante está o quarto de século que se segue à II Guerra Mundial e que Marglin & Schor (1990) batizaram como *The Golden Age of Capitalism*, anos marcados pelo crescimento econômico acelerado e, ao menos em boa parte dos países desenvolvidos, pela construção de um Estado de bem-estar social e superação dos traumas da guerra. O que distingue esse período é uma reconciliação entre mercados e ordenamento social, num arranjo cunhado por Ruggie (1982) como *embedded liberalism*. Nele, as forças de mercado cumprem papel essencial, mas

---

<sup>5</sup> Essa transformação radical vivida na década de 1970 já foi amplamente explorada por diversos autores. Assim, aqui se pretende apenas realizar uma breve síntese destas contribuições, explorando especialmente Braga & Cintra (2004), Eichengreen (2008), Fiori (2004), Gindim & Panitch (2012), Gowan (2003), Helleiner (1994, 1995), Kirshner (2014), Serrano (2002, 2004), Tavares (1997), Tavares & Belluzo (2004), Tavares & Melin (1998) e Torres (2014).

o reconhecimento de seu caráter potencialmente disruptivo indica que as mesmas podiam, e deviam, ser gerenciadas e contidas. Assim, o mercado não era soberano, estando incrustado em relações sociais e políticas, e diversos mecanismos foram impostos pelo Estado para proteger sua autonomia de ação, controlar riscos e criar uma ordem mais estável e menos volátil. Esquemas de estabilização dos preços das *commodities*, a proteção da indústria e o próprio Estado de bem-estar social são exemplos dessas ações (BRYAN & RAFFERTY, 2006).

O sistema monetário, acordado em Bretton Woods, também reflete esse liberalismo contido, consistindo em um período de repressão financeira doméstica e internacional como forma de conter as forças desorganizadoras dos fluxos financeiros internacionais. O dólar estava fixado em US\$ 35 por onça e os demais países atrelavam seu câmbio à moeda norte-americana com taxas fixas. Controles de capital eram usados para evitar movimentações de preço, embora mudanças na paridade previamente negociadas fossem possíveis. Assim, o ouro-dólar funcionava como a âncora do sistema (SERRANO, 2002) em um arranjo no qual a liquidez geral era dada pelo déficit externo norte-americano. As condições políticas sob a qual Bretton Woods operou, em que a competição ideológica com a URSS impeliu os EUA a uma espécie de hegemonia benevolente, permitiram que o sistema se comportasse de forma expansionista, atendendo os objetivos políticos de recuperar e promover o desenvolvimento dos aliados norte-americanos (FIORI, 2004, SERRANO, 2004). O próprio sucesso dessa estratégia, no entanto, minou sua estabilidade a medida em que os aliados inverteram a posição superavitária com os EUA e ameaçavam uma conversão em massa dos saldos em dólar para ouro, uma prerrogativa de Bretton Woods.<sup>6</sup> Uma alternativa para os EUA seria um ajuste recessivo para proteger o dólar, mas os impactos econômicos internos implicaram no descarte dessa opção. Havia ainda

---

<sup>6</sup> Como aponta Serrano (2004) o desenho de Bretton Woods permitia aos EUA o privilégio de fechar sua balança de pagamentos em sua própria moeda, mas também trazia limitações. Com a paridade entre ouro-dólar essencial para a estabilidade do sistema, os norte-americanos perdiam autonomia para desvalorizar ou valorizar sua moeda de acordo com suas preferências internas. Além disso, saldos em dólar acumulados pelos bancos centrais estrangeiros eram conversíveis em ouro. Com os aliados em plena recuperação, o risco de um déficit crônico dos EUA em conta corrente se aproximava e, como consequência, uma ameaça à posição do dólar.

o desejo de uma desvalorização do dólar que permitisse a retomada da competitividade da economia norte-americana, mas esta ação trazia o risco da perda da centralidade de sua moeda. Face a estes desafios, o caminho adotado foi a ruptura com as próprias regras desenhadas pelos EUA no pós-guerra. Assim, Nixon iniciou o desmonte do antigo sistema declarando, unilateralmente, em agosto de 1971, o fim da conversibilidade do dólar em ouro. Dessa forma, como Kirshner (2014, cap. 3, par. 3)<sup>7</sup> coloca de forma simples e direta, “*this first postwar order collapsed when the United States had enough.*”

A transição da estável ordem de Bretton Woods para o novo mundo das finanças globalizadas não foi imediata, como ressalta Torres (2014). Por mais de uma década, o sistema ainda flutuaria em busca de um novo eixo. As origens da nova estrutura, entretanto, já estavam em evolução desde o final da década de 50. O nascimento do eurodólar, um mercado para depósitos em dólar *off-shore* baseado em Londres, funcionando de forma paralela e autônoma aos sistemas financeiros nacionais e com a benção dos governos britânico e norte-americano era um prenúncio dos novos rumos do sistema. Como registra Fiori (2004), é o embrião do eurodólar que seria alimentado pelas transformações da década de 70 para dar forma à nova ordem. Assim, na sequência da ruptura da conversibilidade ouro-dólar, os EUA anunciaram em 1973 que no ano seguinte seus controles de capital seriam eliminados, medida que gradualmente seria adotada por todos os demais países centrais. Ao mesmo tempo e de forma decisiva, os EUA se opuseram a qualquer forma de reciclagem por meio do FMI dos abundantes petro-dólares gerados pelo primeiro choque do petróleo de 1973. A posição norte-americana vencedora, é de que os mesmos fossem reciclados pelos canais privados, expandindo fortemente o euro-dólar e, conseqüentemente, suas crescentes pressões sobre o antigo sistema de taxas estáveis (HELLEINER, 1995). As baixas taxas de juros praticadas nos EUA facilitaram

---

<sup>7</sup> As citações diretas de livros em edição eletrônica sem paginação estão indicadas neste trabalho apontando o capítulo e, em seguida, o parágrafo onde a mesma pode ser encontrada.

movimentos especulativos e combinadas com os choques do petróleo levaram a um forte processo inflacionário em todo o mundo. Assim, a resultante imediata dessas ações foi um período de forte turbulência, desvalorização do dólar e crescente desafio à hegemonia norte-americana. Pode-se dizer que entre 1971 e 1979 os presidentes Nixon, Ford e Carter temporariamente sacrificaram o papel global do dólar em nome da agenda doméstica norte-americana (TAVARES & BELLUZO, 2004, BRYAN & RAFFERTY, 2006).

O episódio decisivo dessa história, no entanto, seria justamente a reversão dessa escolha política, reestabelecendo a centralidade do dólar mesmo a um alto custo. Em 1979 de forma unilateral, Volcker, presidente do FED, abandonou a reunião do FMI declarando-se contrário a seus rumos e afirmou que os tempos de desvalorização do dólar haviam chegado ao fim. A taxa de juros norte-americana foi violentamente aumentada e a recessão norte-americana, e global, que se seguiu, também como resultado do segundo choque do petróleo, foi o preço da retomada e afirmação da dominância do dólar no sistema monetário internacional, agora sob nova ordem livre do lastro do ouro. Tavares (1997) em seu seminal artigo de 1984 que aponta para a retomada da hegemonia norte-americana após os tumultuados anos 70 não tem dúvidas em apontar este momento como uma virada crítica do sistema, anunciando que

a partir daí o sistema de crédito interbancário orientou-se decisivamente para os EUA e o sistema bancário passou a ficar sob o controle da política monetária do FED, que dita as regras do jogo. 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 umbrellla do FED, mas também financiando obrigatoriamente - porque não há outra alternativa - o déficit fiscal americano.<sup>8</sup> (TAVARES, 1997, p. 34)

---

<sup>8</sup> Tavares (1997) cita uma impressionante estatística a partir de dados do BIS que se em 1980 17% dos fluxos brutos de empréstimos bancários internacionais eram transacionados por meio de bancos norte-americanos, estes chegaram a quase 93% do total no 1º semestre de 1982.

Com esse movimento, estava estabelecida a base de um novo ordenamento global baseado no dólar flexível (SERRANO, 2002). O dólar seguia como moda internacional, mas agora sem as amarras do ouro, podendo o governo norte-americano flutuar sua moeda de acordo com suas preferências domésticas e livre de qualquer restrição externa, já que seu passivo é denominado na própria moeda que emite. Um outro eixo essencial do novo ordenamento é que o abandono dos controles de capital e a desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos trouxeram “as finanças privadas internacionais para o centro das atividades do novo sistema monetário internacional e permitiram que essa força funcionasse em uma escala qualitativamente diferente daquela sob o antigo regime.” (GOWAN, 2003, p. 49)

O funcionamento dessas finanças globalizadas seguia, contudo, hierarquizado. Helleiner (1994) destaca que os mercados financeiros norte-americanos eram com larga vantagem mais atraentes, tanto pela sua liquidez e profundidade, como por estarem lastreados pela potência dominante. Ao seu lado, estava o euro-mercado, também operado em dólar e dominado por firmas norte-americanas. Assim, em um sistema onde os agentes privados têm liberdade para investir globalmente, os mercados norte-americanos e o euro-dólar são os portos naturais do sistema, assegurando então o papel internacional do dólar e, automaticamente, financiando os déficits norte-americanos.

Ainda assim, os demais países centrais gradualmente também desregularam seus sistemas financeiros e aboliram os controles de capital. O racional dessa medida era que, se assim não o fizessem, seus agentes financeiros perderiam competitividade e seriam deslocados pelos operadores internacionais numa dinâmica que Helleiner (1994) cunhou como desregulação competitiva. Essa integração internacional dos sistemas nacionais, agora desregulados, provocou a necessidade de esforços para uma gradual homogeneização da regulação financeira

e bancária, no qual o BIS, *Bank of International Settlements*, o banco dos bancos centrais passaria a ter importante papel (TORRES, 2014).

Os anos 90 consolidaram esse novo ordenamento global. Domesticamente, os EUA, por meio do governo Clinton, eliminaram os traços restantes das regulamentações originadas no pós 1929, permitindo a criação dos grandes conglomerados bancários sem barreiras entre suas operações como bancos comerciais e de investimento. Na mesma linha de desregulação, a promulgação do *Commodity Futures Modernization Act* explicitamente proibiu qualquer tentativa de regulação dos mercados de derivativos.

No plano internacional, o consenso de Washington ditava que o fundamentalismo de mercado era o caminho único para o desenvolvimento. A estabilidade da moeda, antes uma questão necessariamente mediada pela negociação internacional entre estados, passava a depender da capacidade do país de obter crédito em mercados financeiros internacionais privados. Assim, a disciplina dos mercados se tornava uma constante na gestão das economias nacionais.<sup>9</sup> Desse modo, boa parte da periferia que entrara em crise na década de 80 com a elevação das taxas de juros, se reintegraria ao sistema financeiro internacional já em uma base desregulada até mesmo como exigência do FMI que passava a atuar como um emprestador emergencial. As abundantes crises funcionavam como impulsionadoras das reformas exigidas pelo mercado<sup>10</sup>. Outra característica do novo sistema é que justamente para conter movimentos

---

<sup>9</sup> É também neste contexto que a preocupação com a inflação se torna central. Assim resume Eichengreen (2008, p. 186): “*But with the monetary authorities no longer targeting the exchange rate, another mechanism was needed to anchor expectations. To this end, central banks embraced inflation targeting. They announced a target for inflation, released an inflation forecast, explained how their monetary policy decisions were consistent with hitting that target, and issued an “inflation report” accounting for misses. This gave investors a focal point around which to form expectations and make allocation decisions.*”

<sup>10</sup> Gindim & Panitch (2012, p. 248) ao contrastar as crises da década de 90 com as crises da década de 80 resumem bem a transformação do sistema: “*No less than seventy-two financial crises broke out in the 1990s among low- and middle-income countries as a direct outcome of “global capital mobility.” These were very different than the 1980s debt crises, which had centered on the issue of rescheduling the big commercial banks’ long-term bank loans to developing states. The key US policy goal in dealing with these debt crises, which was central to what IMF structural adjustment programs were all about, was to ensure that debtor countries “avoided lasting expulsion from international capital markets.” But, more than that, the goal was also to ensure that these countries were able to access the ever more liquid instruments that increasingly predominated in these markets, and it was indeed the resultant surge of capital in the 1990s that exposed more and more developing countries to the financial volatility that triggered new types of crises.*”

bruscos do mercado, os países gradualmente passaram a acumular reservas em dólar que serviam como colchões e proteção contra a fuga de investimento. Simultaneamente, o movimento reforçava ainda mais a centralidade do dólar, já que as reservas ficam estacionadas majoritariamente em títulos norte-americanos. (GOWAN, 2003)

Já as crises que estouravam no centro do sistema, como a falência do *hedge fund* LTCM e o estouro da bolha ponto com, foram administradas sem grandes danos para a economia, de forma que os anos 90 e início dos 2000 são uma era de prosperidade nos EUA. Dessa forma, o clima daquele momento era triunfalista, sensação capturada por Fiori (2004, p. 97) ao afirmar que nos anos 90 se difundiu a crença “no poder pacífico dos mercados e na força econômica convergente da globalização, como se tivesse chegado finalmente a hora de um império mundial cosmopolita, pacífico e democrático, sob a liderança benevolente dos Estados Unidos”.<sup>11</sup> Não à toa, é em 1992 que Fukuyama publica seu “O Fim da História e o Último Homem”.

O resultado de todas essas transformações, como afirmam Tavares e Melin (1998), é uma nova ordem em que estão denominadas em dólar todas as transações comerciais relevantes das transnacionais, a ampla maioria dos instrumentos financeiros centrais assim como os preços do mercado global, cabendo aos EUA um papel central no sistema. Mais do que isso, com todos os mercados financeiros internacionais conectados por operadores com capacidade de instantaneamente migrar a alocação de seus recursos entre os mais diferentes ativos, o pólo gravitacional do sistema é o FED e sua taxa de juros. Há uma “coordenação, espontânea ou forçada, com o dólar, por parte todos os bancos centrais relevantes, sob o comando do FED” (TAVARES & MELIN, 1998, p.65). E não só os bancos centrais, mas também os atores privados estão absolutamente plugados às decisões do FED para suas decisões de alocação. Por isso, Braga e Cintra (2004, p.267) resumem que “as finanças passaram a a operar num “espaço

---

<sup>11</sup> Esse amadurecimento da nova ordem é assim registrado por Gowan (2003, p.73): nos anos Clinton havia a convicção de que “um plano superior de grande alcance e com todos os instrumentos táticos para o seu completo e absoluto sucesso havia se estabelecido”.

mundial”, hierarquizado a partir do sistema financeiro americano e viabilizado pela política monetária do Estado hegemônico.”

Assim, se o sistema vigente sob Bretton Woods era de um *embedded liberalism*, com as forças de mercado submetidas a controles requeridos pelo ordenamento social, o novo sistema assentado sob o dólar-flexível e finanças privadas internacionais liberadas era, no termo de Kirshner (2014), baseado num fundamentalismo de mercado. A nova ordem assentava-se na premissa de que os mercados, deixados à própria sorte, são eficientes, auto reguladores e capazes de se auto ajustar. Em resumo, *the market always knows best*.<sup>12</sup>

Helleiner (1994, 1995) aponta que essa é uma transformação na forma pela qual os EUA exercem seu poder no mundo. A ordem anterior exigia um poder direto, mais relacional, em que os EUA precisavam negociar diretamente com os demais países e impôr seus desejos. A nova ordem é baseada em um poder estrutural (STRANGE, 1994), em que a força dos mercados indiretamente atende os interesses americanos e diminui o leque de ação aberto aos demais países. Como não poderia deixar de ser, as distinções entre as duas ordens são também reflexo de mudanças na percepção norte-americana de sua posição geopolítica. Assim como o liberalismo contido de Bretton Woods é fruto de uma necessidade de oferecer suporte à coalizão de aliados na guerra fria contra a URSS, a nova ordem deriva de uma crescente convicção no *establishment* norte-americano de que projeção de poder poderia se dar por meio dos mercados e em bases mais imperiais (KIRSHNER, 2014, FIORI, 2004).

Essa nova ordem, com a liberalização dos mercados financeiros nacionais, criou um espaço concorrencial ampliado à dimensão do mundo para competição das instituições financeiras. Além disso, a desregulamentação doméstica e internacional abriu caminho para

---

<sup>12</sup> Uma transformação tão profunda como essa tem sempre na política seu eixo essencial de disputa. No entanto, o campo das ideias também cumpre papel importante para legitimar uma ordem. Neste caso, novas teorias econômicas como a hipótese dos mercados eficientes e o pressuposto das expectativas racionais seriam essenciais. Para este debate, ver Kirshner, 2014.

uma série de inovações na forma pelo qual o mercado atua. São estas mudanças na operação do mercado que serão foco da seção seguinte.

## **1.2 Os mercados financeiros sob o novo sistema**

Debatidos os elementos centrais da nova ordem, sua construção histórica no plano internacional e as principais implicações para as relações de poder interestatais, fica evidente a centralidade concedida aos mercados. Assim, para um quadro mais completo do novo sistema, é necessário mergulhar nos mecanismos de funcionamento do mercado. Os desenvolvimentos apresentados nesta seção foram historicamente construídos de forma gradual a partir da década de 70 e, em detrimento dos detalhes de sua jornada histórica, prioriza-se aqui a descrição de seus mecanismos de operação quando o sistema já atinge sua maturidade a partir da segunda metade da década de 90.<sup>13</sup>

O ponto de partida desta análise é o reconhecimento de que a nova ordem se assentou sobre uma migração de um modelo de intermediação financeira baseada nos bancos para um novo modelo de intermediação cada vez mais baseado nos mercados (GRAD, MEHRLING & NEILSON, 2011). No antigo modelo, plenamente adequado ao estável ordenamento de Bretton Woods, os bancos capturavam depósitos de curto prazo e ofereciam empréstimos de prazo maior para as diferentes necessidades da economia. Daí a famosa anedota que chamava o modelo de negócios dos bancos nesta época de 3-6-3: pagar 3% de juros aos depósitos, receber 6% de juros nos empréstimos e ir às 3 da tarde jogar golfe, refletindo a extrema simplicidade de sua operação (WALTER, 2006). Assim, os bancos estavam no centro do processo de transformação de maturidade, mantendo em seus balanços ativos não líquidos e de longa maturação.

---

<sup>13</sup> Importantes referências para esta síntese são Braga (1998), Braga e Cintra (2004), Bryan & Rafferty (2006), Gowan (2003, 2009), Mehrling (2011), Torres (2014), Tooze (2018) e Wray (2011).

As transformações trazidas das décadas de 70 e 80 revolucionaram esse arranjo. Do ponto de vista da gestão da poupança, a centralidade dos depósitos bancários foi perdida. Em seu lugar, houve a ascensão do que Minsky chamou de *managed money*, em que a poupança das famílias assim como as tesourarias institucionais (tais como a tesouraria de grandes transnacionais e fundos de pensão), ficam nas mãos de gestores profissionais que tem a missão de gerar os maiores retornos possíveis (WRAY, 2011). Esses gestores irão buscar no mercado os ativos com maior potencial de rentabilidade a partir dos apetites por risco e liquidez estabelecidos por seus controladores. O dinheiro, assim, não flui automaticamente para os bancos e é gerenciado de forma diária, podendo alternar entre diversos instrumentos do mercado.

É claro que essa mudança também implica que, concomitantemente, ocorra uma revolução na outra ponta, ou seja, uma explosão dos ativos à disposição desses gestores. Assim, as empresas passaram cada vez mais a acessar fundos diretamente por meio de *commercial papers*<sup>14</sup> e *junk bonds*<sup>15</sup>, ou seja, os empréstimos não eram mais concedidos pelos bancos, mas eram emitidos títulos diretamente comprados por investidores. Os bancos, contudo, seguiram com relevante papel de originadores de empréstimos, mas, cada vez mais, evitavam que os mesmos ficassem estacionados em seus balanços, até mesmo em função dos altos custos regulatórios<sup>16</sup>. Assim, os empréstimos passavam a ser empacotados e revendidos para investidores, configurando assim o modelo *originate-to-distribute*. Esse processo de reempacotamento e venda é conhecido como securitização, pois consiste na construção de

---

<sup>14</sup> *Commercial paper* é uma nota promissória de curto prazo, consistindo numa dívida não segurada. É tipicamente emitida por empresas para financiar suas operações.

<sup>15</sup> *Junk bonds* são títulos de dívida de considerável risco e assim maior retorno. Tipicamente o emissor tem um *rating* BB ou menor.

<sup>16</sup> Como afirma Ernani (2014, p. 442), “ao reduzir seus balanços a cada venda de ativos, abriam imediatamente “espaço” para novas operações de securitização.” Assim, os bancos ampliavam sua capacidade de geração de negócio atendendo simultaneamente aos requerimentos de capital introduzidos por novos acordos regulatórios como Basileia I.

novos *securities*, títulos negociáveis. Assim, ativos antes não líquidos eram agora convertidos em títulos negociáveis, reforçando a relevância dos mercados na transformação de maturidade.

Como registram Prates & Farhi (2015), essas mudanças tornaram os dois lados do balanço dos bancos muito mais líquidos. De forma concreta, sem a estabilidade dos depósitos, os bancos necessitaram de novas fontes de financiamento e, assim, cada vez mais contavam com o chamado *wholesale market funding*, composto por diversos instrumentos baseados em mercado e com perfil de curto prazo. Nesse sentido, os empréstimos interbancários, por exemplo, ganharam dimensão ampliada no novo ordenamento. Historicamente, esses empréstimos serviram para os bancos fecharem suas posições diariamente para garantir o funcionamento sem tensões do sistema de pagamentos. No novo modelo de intermediação, cada vez mais os empréstimos interbancários passaram a financiar investimentos de mais longo prazo dos bancos. Da mesma forma que empresas não financeiras, a emissão de *commercial paper* dos bancos, com prazos curtos, também se intensificou. Além disso, novos instrumentos tornaram-se pilares essenciais do novo ordenamento e também estiveram no centro da crise de 2008.

Um deles eram os chamados *Asset-Backed Commercial Papers (ABCP)*. A estrutura básica dos ABCP era a criação por parte dos bancos de uma nova entidade legal, conhecida como SIV- *Structured Investment Vehicle*, que ficava fora dos balanços dos bancos. Diversos ativos, originalmente do banco, eram colocados nesses SIVs, tais como hipotecas, dívidas estudantis, de cartão de crédito e compra de automóveis.<sup>17</sup> As SIVs pagavam ao banco-mãe pela aquisição destes ativos por meio da emissão de *commercial papers* de curto prazo no mercado baseados nos ativos, daí o nome *Asset-Backed Commercial Paper*. Os ABCP tinham ampla aceitação, tanto pelo lastro dos ativos da SIV como o por vezes implícito, e outras vezes explícito, suporte do banco originador a eles. Assim, de forma concreta, as SIVs eram os

---

<sup>17</sup> Esta operação permitia a redução das exigências de capital, já que os ativos estacionados em SIVs tinham peso regulatório mais leve. Além disso, é importante ressaltar que muitos destes papéis estacionados nas SIVs eram as sobras do próprio processo de securitização que não puderam ser vendidas. (TOOZE, 2018).

veículos de transformação de maturidade, financiando ativos de maturação mais longa, em geral de 3 a 5 anos, com empréstimos de curto prazo, em geral não mais do que 3 meses.

Outro mecanismo essencial de financiamento do novo modelo baseado no mercado são os *repos*, termos pelo qual são conhecidos os *repurchase agreements*. No mercado *repo*, o detentor de um título os vende para uma contra-parte, recebendo, assim, dinheiro à vista, e se compromete com a recompra dos mesmos títulos em um curto prazo a um valor ligeiramente superior. Assim, se formalmente é um acordo de recompra, na prática uma operação *repo* é uma operação de empréstimo de curto prazo, com a taxa de juros dada pela diferença entre o valor de recompra e o valor original. Os títulos vendidos servem como colateral no caso de *default* e, frequentemente, se os títulos se desvalorizam no decorrer do empréstimo, *margin calls* são disparadas, ou seja, quem recebe o empréstimo precisa depositar valores como forma de manter a garantia de que o emprestador receberá o que é devido. Dessa forma, por meio de um *repo*, a posse de um ativo, potencialmente de maturação mais longa, pode ser automaticamente transformada em liquidez presente. Isto permitia que a aquisição de um ativo fosse muitas vezes em larga medida auto-financiada por meio de um *repo*.

Neste momento, o relevante nesses instrumentos é a compreensão de que uma transformação de maturidade que antes ocorreria internamente aos balanços de um banco sendo financiado por meio de sua base de depósito e, no máximo, títulos de sua dívida, agora estava exposta a um constante processo de venda no mercado. O chamado *money market*, nome que costumeiramente se dá aos diversos instrumentos baseados em mercado e com perfil de curto prazo, passava a ser constantemente acionado para financiar posições de mais longo prazo. Em um novo ordenamento que estava conceitualmente baseado numa crença da sabedoria dos mercados, isto era visto não como um risco, mas como um instrumento de geração de eficiência, aperfeiçoando o processo de alocação de recursos. No entanto, como alertam Pozsar et al. (2012) e, como ficou evidente após a crise de 2008, esta eficiência é absolutamente dependente

de que estes mercados de financiamento de curto prazo, *o wholesale funding* por meio do *money market*, sejam líquidos e funcionais.

Desta forma, Pozsar et al. (2012, p. 15) resumem estas as transformações na estrutura do sistema financeiro apontando que o novo ordenamento

*emerged from the transformation of the largest banks from low return on-equity (RoE) utilities that originate loans and hold and fund them until maturity with deposits, to high RoE entities that originate loans in order to warehouse and later securitize and distribute them, or retain securitized loans through off-balance sheet asset management vehicles. In conjunction with this transformation, the nature of banking has changed from a credit-risk intensive, deposit-funded, spread-based process, to a less credit-risk intensive, but more market-risk intensive, wholesale funded, fee-based process.*

Essa transformação foi viabilizada e potencializada pelo possivelmente quintessencial instrumento da nova ordem: os derivativos. Como definem Bryan & Rafferty (2006), derivativos são contratos que tem como característica a capacidade de desmembrar um ativo em seus atributos constitutivos, precificar e negociar esses atributos por si, sem necessidade de negociação do ativo original. Historicamente, o uso mais comum de um derivativo era o de travar o preço futuro de uma *commodity*. No entanto, novos usos foram desenvolvidos. Como exemplo, um investidor, ao comprar o título de dívida de uma empresa estrangeira poderia, por meio de derivativos, ter o risco de calote assumido por outro investidor, o risco de flutuações na taxa de juros comprado por um terceiro e o risco de variações na taxa de câmbio por ainda outro agente. Ao fim das operações, o investidor original teria em mãos um título, ao menos em teoria, tão seguro como o título de menor risco do sistema. Por outro lado, os riscos de *default*, variação da taxa de juros e de câmbio seriam assumidos por agentes interessados nessas posições.

Assim, os derivativos foram fundamentais para alimentar essa nova ordem de finanças baseadas em mercado. Como eles permitem realizar uma redistribuição do risco para diferentes investidores a partir de suas diferentes perspectivas e interesses, eles são o instrumento perfeito para uma alocação de papéis segmentada a partir de preferências de agentes específicos e não mais concentradas numa instituição bancária. Isso também foi reforçado pela excepcional

expansão dos derivativos *over-the-counter* (OTC), confeccionados segundo a necessidade de clientes específicos e assim impossíveis de serem negociados em mercados públicos, constituindo assim uma dimensão opaca, mas essencial dos processos de realocação de risco. Além disso, os derivativos foram críticos para que os bancos realizassem uma arbitragem regulatória relevante para a consolidação do novo ordenamento: a disseminação dos derivativos de crédito permitira aos bancos comprar proteção contra o *default* dos títulos. Essa proteção reduzia substancialmente as necessidades de capital dos bancos, permitindo uma maior alavancagem (GOWAN, 2009).<sup>18</sup>

Por outro lado, o uso amplamente difundido de derivativos tampouco seria possível sem a emergência do modelo de intermediação financeira via mercado, já que esse processo amplia a gama de papéis negociados em mercado e sobre os quais os derivativos podem ser desenvolvidos. Além disso, o bom funcionamento dos mercados requer o uso de colateral, ou seja, títulos oferecidos como garantia de que ao final de um contrato a parte devedora cumprirá sua obrigação. É a expansão da securitização e, conseqüentemente, dos papéis negociados no mercado que garantiu o volume de colateral necessário para lubrificar o funcionamento dos mercados de derivativos.

Há uma segunda dimensão essencial dos derivativos para o novo ordenamento do sistema financeiro: sua capacidade de converter qualquer tipo de ativo em uma outra forma qualquer de ativo, torna todos eles instantaneamente comparáveis e, assim, oferece às diferentes formas de capital uma única unidade compartilhada de medida (BRYAN & RAFFERTY, 2006). Assim, os derivativos são os instrumentos essenciais para articular em um único grande mercado intercambiável diferentes preços, como taxas de juros fixas e variáveis e taxas de câmbio. Se todos os mercados globais podem ser reduzidos a um só mercado por meio dos derivativos, mas, na prática, são múltiplos mercados que seguem operando, com freqüência emergem

---

<sup>18</sup> Esta proteção contra perdas é geralmente estruturada por meio de um CDS - *Credit Default Swap*.

situações em que os preços reais se desviam dos preços que essa teoria de equivalência indica. Daí surge outra característica marcante do novo ordenamento: a possibilidade de arbitragem, ou seja, de atuação de um agente financeiro para zerar qualquer discrepância de precificação entre mercados. Assim, Mehrling (2011, cap. 4, par. 37) exemplifica: “*Wherever there was an ‘anomaly’ there was a carry trade to exploit it: borrow in low-interest-rate currencies and lend in high-interest-rate currencies, borrow in short-term markets and lend in long-term markets, borrow at the risk-free rate and invest in risky bonds.*”<sup>19</sup> As diferenças de preço encontradas no mercado em geral são mínimas e explorá-las implicava em geral num alto nível de alavancagem: tomar emprestado em grandes volumes e investir até que o diferencial de preço desapareça. No entanto, tal ação não era vista como geradora de riscos, apenas como o instrumental para gerar lucros seguros e que inclusive asseguravam a eficiência dos mercados.

Os agentes por excelência deste tipo de operação são os *hedge funds*, condomínios de investidores que buscam explorar possibilidades de arbitragem. Mais do que isso, os *hedge funds* partem do pressuposto de que há ineficiências de precificação do mercado e que é possível gerar retornos excepcionais ao se antecipar a estes movimentos. Para os defensores da nova ordem baseada no mercado, essa atuação dos *hedge funds* tinha um “papel positivo de acelerar e corrigir as trajetórias de empresas, mercados e países que não fossem consistentes com o equilíbrio da economia global”, como registra Torres (2014, p. 441). É claro que a existência de preços corretos é, muitas vezes, uma ilusão teórica e os movimentos dos *hedge funds* são muitas vezes também formadores de preço e de novas convenções (BELLUZO, 1998), como se observa nos múltiplos episódios de formação e estouro de bolhas em diversos ativos nas

---

<sup>19</sup> Mehrling (2011, cap.4, par. 32) ainda destaca que esta lógica da arbitragem possibilitada pelo uso dos derivativos se tornaria integral à mecânica de precificação do mercado. Assim, ele exemplifica: “*A corporate bond came to be understood as nothing more than a bundle of risk exposures, each with its own price, and from there it was just a small additional step to use the observed market price of the various pure risk exposures to price the bond itself. The logic of arbitrage required it. Thus, over time, the logic of arbitrage came to rule everywhere.*”

últimas décadas, sempre gerando ótimos retornos para os que se antecipam a ambos os movimentos - de subida e queda (GOWAN, 2009).

Realizar movimentações de preço exige a capacidade de mobilizar recursos em volume considerável. Embora contassem com amplas carteiras, a ação dos *hedge funds* seria impossível se estes não atuassem fortemente alavancados. Nesse sentido, o *money market*, cuja centralidade para o financiamento dos bancos já foi discutida, também era essencial para essas operações. Aliás, uma marca distintiva dessa ordem, como ressalta Gowan (2009), é o uso das fontes de curto prazo para financiar operações especulativas. Também é preciso registrar que esses movimentos de formação de preços são, em um sistema de intermediação baseado em mercado, estruturalmente pró-cíclicos, como bem documentam Adrian & Shin (2009b, 2013). Com os ativos marcados a mercado, sempre que há um aumento no valor do ativo há uma redução na alavancagem do operador, o que abre espaço para novas compras. Além disso, o aumento do valor ativo significa um aumento em sua avaliação como colateral e, assim, por meio dos mercados *repo* endogeneamente são gerados recursos para a ampliação da compra de mais ativos.<sup>20</sup> Mesmo com os investimentos saltando de um mercado para a outro, essa força pró-cíclica foi sem dúvida um motor da expansão do sistema nas décadas de 90 e 2000.

Secundariamente, a atuação dos *hedge funds* era financiada por meio dos bancos, em um serviço chamado de *prime brokerage*. Estes serviços passaram a ser relevante fonte de receitas para os bancos, ao mesmo tempo em que completavam os fundos necessários para que os *hedge funds* alcançassem a alavancagem desejada para suas operações. No entanto, os bancos foram além e não só financiaram *hedge funds*, como investiram em alguns deles e, cada vez mais, incorporaram às suas estratégias essa forma de atuar (TORRES, 2014).<sup>21</sup> Tornou-se prática corrente para bancos de investimento e, até mesmo para muitos bancos comerciais, se envolver

---

<sup>20</sup> É claro que no momento de baixa a alavancagem opera de forma inversa e seria em parte responsável pelo desastre de 2008.

<sup>21</sup> Isto é o que Gowan (2009) chama de *the lender-trader model*, ou seja, os bancos atuando como emprestadores para agentes chaves do mercado e, ao mesmo tempo, também operando em próprio nome.

em negociações por seu próprio risco e não em nome de clientes. A mimetização das estratégias de *hedge funds* dentro dos bancos consiste em uma ruptura radical com a atuação bancária do período pós-guerra. Além disso, consiste também em uma prática muito mais arriscada, já que enquanto *hedge funds* operam com recursos de investidores qualificados e em geral significativos aportes de seus próprios gestores, nos bancos acaba ocorrendo uma mistura de sua operação tradicional em larga medida protegida por uma rede de segurança governamental e as novas posições com alta exposição.

Aliás, como nota Gowan (2003), esse novo espaço de finanças internacionais livres e conectadas encaixava-se perfeitamente no modo de operação dos bancos de investimento, o que explica sua excepcional ascensão desde a década de 1970. Por outro lado, esse novo arranjo era potencialmente desastroso para os bancos comerciais, caso não reinventassem suas operações. Sua estratégia, no entanto, foi cada vez mais atuar como bancos de investimento tornando-se menos dependentes do retorno baseado em juros e mais ligados à *fees* pela estruturação de negócios. Esse movimento foi legalmente possibilitado pela revogação das legislações bancárias promulgadas após a Grande Depressão. Assim, reposicionados os bancos comerciais seguiriam em posição chave no sistema.

Por fim, três elementos da nova ordem merecem ser apontados. O primeiro é que nessa nova realidade em que as funções de financiamento se dão mais pelos mercados do que por meio dos balanços dos bancos, as agências de *rating* ganham relevância como avaliadores da ampla gama de papéis circulando no mercado. São elas que dão a chancela que permite a certos investidores institucionais comprarem determinados papéis, assim como oferecem as classificações de risco que permitem a diminuição da carga regulatória exigida pelos governos. O segundo ponto, já abordado em diversos momentos desta seção, é o papel crucial da alavancagem. A lógica unificante dos mercados financeiros integrados leva a uma constante competição por maiores retornos, sempre comparados com base no montante de recursos

investidos. *Return on equity* (ROE), ou seja, a lucratividade gerada sobre o capital, vira uma métrica essencial. Impulsionar a alavancagem é o caminho mais direto para um melhor ROE, já que em tempos positivos a alavancagem consiste em uma multiplicação do resultado obtido sob uma mesma base de capital. Assim, seja para viabilizar as estratégias dos *hedge funds*, ou como estruturante do novo modelo de negócio dos bancos, a busca por uma alavancagem crescente caracterizou o período aqui debatido.

Um último elemento a ser abordado é o papel do Estado norte-americano na gestão desse ordenamento. Embora os mecanismos essenciais de operação sejam todos mediados diretamente pelo mercado, o Estado segue central neste ordenamento ao definir o preço central que regula todos os demais ativos: a taxa de juros norte-americana. Com o preço de todos os ativos conectados entre si e com os títulos da dívida norte-americana reconhecidos como porto-seguro do sistema, são eles o preço base de onde partem todos os demais processos de avaliação de valor. Assim, as alterações na taxa de juros norte-americana, necessariamente, reverberam por todo o sistema. Isso concede ao FED extremo poder de submeter a economia global aos seus desejos e, ao mesmo tempo, uma grande responsabilidade, já que a escassez ou abundância de liquidez será definida pela sua política monetária. No período que se estende entre a década de 80 e a crise de 2008, esse instrumental foi utilizado com razoável sucesso para estabilizar o ciclo de negócios, ficando o período conhecido como *The Great Moderation* (BERNANKE, 2004), com o FED disponibilizando a liquidez necessária para evitar sobressaltos do mercado sem que isso tenha levado a uma inflação alta. Aliás, reforçando a tendência de expansão do sistema, o mercado passou a acreditar que, no caso de uma crise, o FED sempre agiria de maneira eficaz para evitar uma turbulência excessiva, o que ficou conhecido como *Greenspan Put* (TORRES, 2014). De fato, a história das décadas de 90 e 2000, mostra essa gestão com sucesso das crises sendo controladas sem maiores danos simplesmente pela gestão da liquidez

por meio da taxa de juros e eventualmente incentivando os agentes privados a encontrarem soluções de mercado.

E, então, veio 2008.

A Grande Crise Financeira colocaria em xeque todo o ordenamento construído a partir da década de 70. Essa não era uma crise como as inúmeras ocorridas nos anos anteriores na América Latina ou mesmo a crise asiática de 1998, que podiam ser desprezadas, e até mesmo utilizadas pelo *establishment* norte-americano como insumo para sermões sobre a superioridade do sistema financeiro norte-americano e a necessidade de ajustes na periferia. Tampouco, parecia poder ser controlada por depoimentos firmes do *chairman* do FED e reduções das taxas de juros. A GCF se revelou um incêndio aparentemente incontrollável e, mais grave, umbilicalmente ligado aos elementos centrais do sistema financeiro moderno. Era uma crise global, mas centrada nos EUA. Os derivativos eram um instrumento central, mas ficava evidente que seu uso desenfreado havia potencializado e concentrado os riscos, ao invés de dispersá-los. A excessiva alavancagem potencializou as perdas. A liquidez do *money market* desapareceu e, com ela, qualquer normalidade dos mercados que simplesmente travaram. As agências de *rating* caíam em descrédito, a medida que mais e mais títulos por elas carimbados como AAA viravam lixo. A fragilidade das estratégias dos bancos era exposta dia a dia.

Enfim, cada eixo que caracterizara o sistema nas décadas precedentes mostrava suas limitações. Antes, no entanto, de se questionar o que havia ocorrido e repensar o sistema, havia um fogo a ser apagado e que ameaçava carregar consigo a economia global e a liderança norte-americana. Entram em cena os bombeiros.

## CAPÍTULO 2 - O ESTADO COMO BOMBEIRO

### 2.1 Visão geral da resposta emergencial

Nas palavras do ex-Secretário do Tesouro Timothy Geithner (2014), a resposta governamental a um complexo evento como a GCF demanda exatamente aquilo que governos democráticos possuem mais dificuldade em fazer: ação veloz, consistente e coordenada, que prioriza as necessidades urgentes da nação ao invés das demandas imediatas do público. Por um momento deixemos de lado a parte problemática da afirmação de Geithner, definir o que é interesse da nação, para reconhecer o que há de verdadeiro em sua frase: a inadequabilidade de um regime governamental pautado por relevantes *checks and balances* entre os poderes, com seu delicado equilíbrio entre representantes eleitos, legitimidade e opinião pública, para lidar com a alucinante velocidade dos mercados financeiros modernos ao entrar numa espiral de destruição que levaria consigo U\$ 15 trilhões em riqueza. São processos com natureza temporal radicalmente distintas: um de lenta construção de consensos e outro que exige respostas imediatas.

Na prática, a atuação do governo foi a costura do possível entre múltiplos órgãos do governo e duas administrações distintas, Bush em 2007, e Obama a partir de 2008. Ao FED e ao Departamento do Tesouro, coube liderar as ações com apoio relevante do FDIC, a agência responsável pelo seguro dos depósitos nos bancos e instituições de poupança, embora diversas outras agências tenham atuado na gestão da crise. O Congresso também teria papel-chave no momento mais agudo da GCF. Em que pese esse quadro de complexidade, o governo norte-americano foi capaz de articular uma resposta que evitou o abismo total vislumbrado em certos momentos de 2008. Usando uma metáfora muito discutida durante a crise e usada como inspiração para este capítulo, pode-se dizer que os bombeiros conseguiram apagar o fogo.

Uma visão panorâmica desta atuação governamental passa por algumas características que marcaram seu curso. A primeira delas é que a resposta do governo norte-americano foi

**gradual.** O governo, e também a ampla maioria do mercado e dos analistas, demorou para perceber no anúncio feito pelo BNP Paribas em agosto de 2007, de que congelaria três de seus fundos altamente expostos às hipotecas *sub-prime*, as sementes da implosão do mercado que ocorreria mais de um ano depois com a falência do Lehman Brothers. Assim, a medida que a crise avançava, novas medidas iam sendo concebidas, tentando lidar com os fatos novos, e cada vez mais alarmantes, que surgiam.

No entanto, a resposta não foi apenas gradual, mas também **improvisada e inconsistente**, com soluções muito comumente construídas em reuniões emergenciais que duravam toda a madrugada e que viam nos finais de semana um refúgio que concedia 48 horas para construir um caminho, o que Bernanke (2015) jocosamente chamava de *before asia opens mode*, ou seja, a necessidade de uma solução antes que os mercados asiáticos abrissem. Assim, era inevitável que as soluções tivessem caráter **ad hoc** - Wallach (2015), aliás, nomeia a resposta do governo especialmente em suas fases iniciais como “Aderindo à Adhocracia”. Geithner (2014) reconhece que a maior parte da resposta não foi mais do que “fita adesiva e barbante”, uma metáfora que destaca a precariedade das ações que buscavam sustentar o mercado de pé. A imagem de Geithner, no entanto, esconde que muitas vezes a fita adesiva e o barbante consistiam no uso profícuo de interpretações expandidas de obscuros poderes emergenciais assegurados a diversos órgãos e agências governamentais. Essas intervenções exigiram uma leitura de seus regulamentos com legitimidade e até mesmo legalidade muitas vezes duvidosa.

Esses primeiros pontos só aumentam o contraste com a derradeira característica da resposta à crise: ao final, ela foi **decisiva**. Especialmente após a falência do Lehman Brothers em setembro de 2008, o governo norte-americano empregou força máxima na contenção da GCF, em uma mobilização estatal com escala e velocidade jamais vistas fora dos períodos de guerra (TOOZE, 2018). Em julho de 2008, quando o então Secretário do Tesouro Henry Paulson solicitava poderes especiais para o Congresso para lidar com as problemáticas Fannie

Mae e Freddie Mac, disse "*If you've got a bazooka, and people know you've got it, you may not have to take it out.*" (BLINDER, 2013, cap. 5, par. 56). A bazuca teve que ser usada menos de dois meses depois, mas o espírito da frase persistiu guiando a ação; o governo mostrou ter armas ainda maiores do que a bazuca no bolso e farta disposição para usá-las. Especialmente se comparada à reação europeia à crise, e em especial à provinciana resposta alemã, a ação norte-americana salta aos olhos; o hegemon agiu com força e clareza de direção: salvar o sistema financeiro. Sob este ponto de vista, agiu com sucesso e de forma decisiva.

Há uma forma curiosa de apresentar os artífices principais dessa resposta gradual, improvisada, mas ao final decisiva: pelos livros de memórias publicados pelos quatro principais personagens: Ben Bernanke, o acadêmico especialista na Grande Depressão de 1929 que auspiciosamente liderou o FED durante o combate à GCF, escreveu seu *The Courage to Act*, celebrando sua propensão à ação em um certo contraste com o típico comportamento discreto de um banqueiro central. Os dois secretários do Tesouro, Henry Paulson na administração Bush e Timothy Geithner, na administração Obama, previamente Presidente do FED de Nova Iorque, e, assim, um personagem central na gestão da GCF desde seu início, publicaram respectivamente *On the Brink* e *Stress Test*. Assim, Paulson pode celebrar que o sistema chegou ao limite do precipício, mas dele não caiu e Geithner, por sua vez, usa dos múltiplos sentidos de *stress test* para celebrar uma inovação que seria sua marca na gestão da crise. Por fim, a mais habilmente política do quarteto, Sheila Bair, presidente do FDIC, e também por isso vista como populista pelos demais protagonistas, preferiu o título - populista - *Bull by the Horns*, reforçando a percepção de que era sua a voz na defesa de *Main Street* contra *Wall Street* dentro do alto comando do governo. Durante a narrativa que se segue, tais protagonistas terão, sempre que possível, seu papel destacado, entendendo que, em geral, suas posições individuais carregam o peso dos órgãos por eles liderados, ainda que muitas vezes houvesse divergências internas.

Em comum nessas memórias, além do tom autocelebratório, mesmo que pretensamente contido<sup>22</sup>, é seu caráter de narrativa, em composições que se assemelham a um *thriller* hollywoodiano: os mercados se movimentam, os protagonistas implementam alguma ação para controlá-los, mas com caráter de pacificação apenas temporário, seguida por nova movimentação dos mercados que exige então nova resposta, numa espécie de dança sem fim, com movimentos cada vez mais acelerados até o ápice destrutivo com a falência do Lehman e gradual tranquilização quando o Estado passa a usar força total na contenção da crise. Assim, os mercados aparecem como monstros incontroláveis, de humor instável, e que vão sendo combatidos ou controlados por heróis, ainda que heróis modernos, cheios de falhas e imperfeições.

A maior parte dos relatos dos observadores externos tampouco foge dessa estrutura narrativa, o que é compreensível: ela oferece a um tema árido os elementos saborosos de uma boa história. Estudos mais técnicos tendem a abandonar os elementos mais coloridos desta estrutura narrativa, mas ainda assim seguem em geral uma clara linha temporal na descrição da gestão da crise, até porque numa resposta construída de forma improvisada a medida que novos fatos surgem, é inevitável oferecer o contexto histórico.

Aqui, no entanto, optamos por uma estrutura mais esquemática, que busca organizar as ações do governo norte-americano pelos instrumentos utilizados. Acreditamos que essa é uma opção que oferece mais clareza para entendermos as dimensões de ação do poder norte-americano. Sempre que necessário, o que é bastante frequente, a linha temporal da crise é acionada para colocar a ação em seu contexto mais adequado. Assim, as medidas do governo norte-americano estão organizadas segundo os seguintes blocos:

- Taxa de Juros;

---

<sup>22</sup> A pergunta inevitável é qual seria o título dos livros caso as ações tivessem falhado na contenção da crise. (In) felizmente, jamais saberemos.

- Mecanismos de liquidez;
- Linhas de *swap* internacional;
- Intervenção Federal;
- Empréstimos a instituições;
- Injeção de capital;
- Garantias;
- Teste de *Stress*;
- Compra de ativos em larga escala;
- Outros instrumentos.

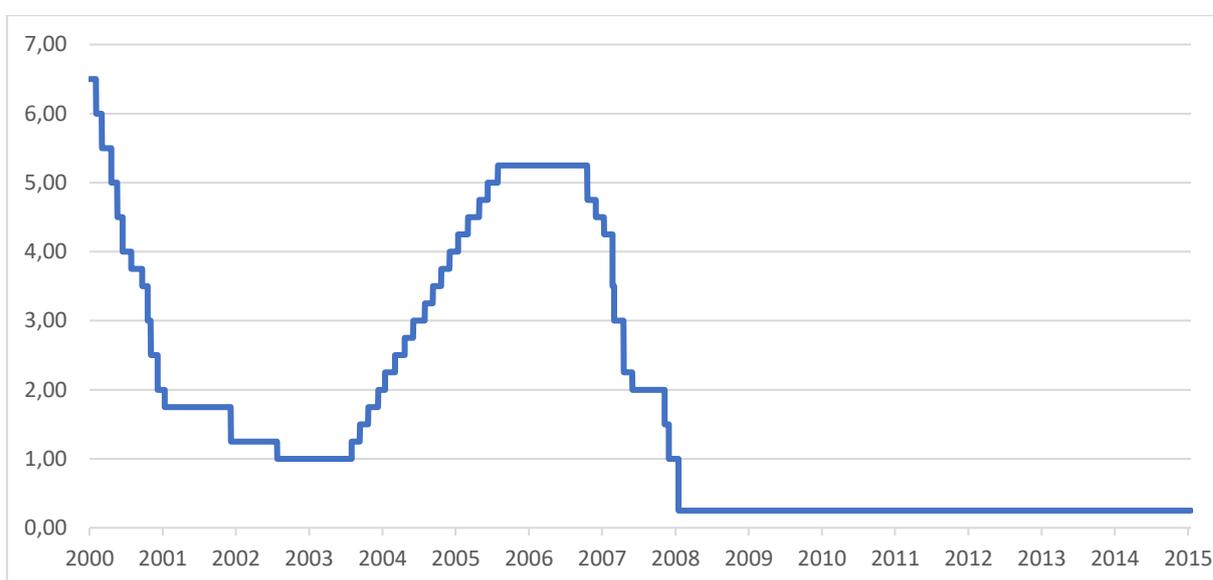
Cada um deles é apresentado a seguir, buscando delinear seus elementos essenciais e, sempre que relevante, o contexto político por trás de cada medida. Assim, prioriza-se aqui descrições das ações tomadas e seus principais impactos. Avaliações interpretativas, e assim mais subjetivas, sobre o significado dessas ações ficam reservadas para o capítulo 4, quando avaliamos os desdobramentos da resposta norte-americana.

## **2.2 Taxa de juros**

A gestão da taxa de juros pelo FED persegue normalmente as metas do duplo mandato da instituição: manter o maior nível de emprego possível e, ao mesmo tempo, estabilidade de preços, ou seja, combater simultaneamente o desemprego e a inflação. Apesar disso, as taxas de juros e sua gestão acabam por cumprir também importante papel nos ciclos de ascensão e estouro das bolhas e não seria diferente na GCF.

A figura 1 oferece uma visão geral do comportamento da taxa no período 2000-2015 e são esses movimentos que analisamos a seguir. Nos primeiros anos do novo século, se observa um veloz corte da taxa de juros numa tentativa de conter o estouro da bolha ponto com, detonada em 2000. As reduções são seguidas por uma estabilização da taxa em um patamar diminuto,

abaixo de 2%. No segundo semestre de 2004, a economia começou a mostrar sinais de aquecimento excessivo e também apareceram vozes criticando uma possível bolha impulsionada pela taxa muito baixa. Assim, gradualmente os juros foram aumentados e no primeiro semestre de 2005 alcançou o patamar de 5,25%, no qual se estabilizou por cerca de 2 anos. A partir de setembro de 2007, no entanto, começou a resposta aos sinais iniciais da GCF, e com 10 reduções em 15 meses levou a taxa de juros a um patamar próximo de zero de forma prolongada, como jamais visto na história.

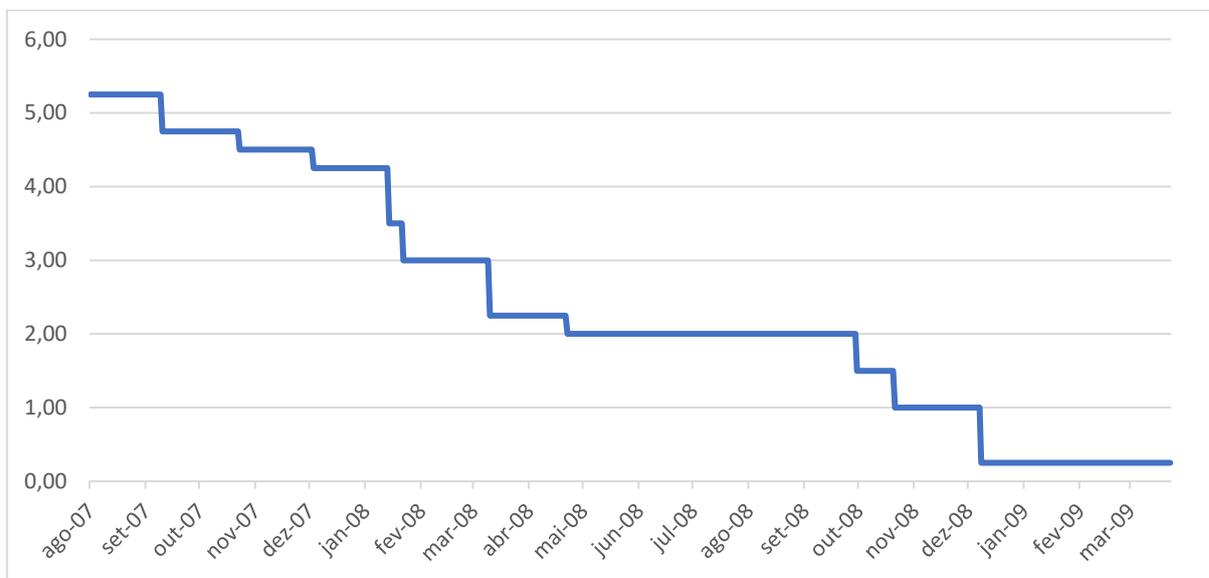


**Figura 1: Evolução da *Federal Funds Rate* – Taxa alvo de 2000 a 2015**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – séries DFEDTAR e DFEDTARU

A respeito do movimento de redução das taxas a partir de 2007, algumas observações merecem destaque. O primeiro ponto é que a reação é inicialmente lenta. As interpretações posteriores da GCF convencionaram, por exemplo, que o anúncio do BNP Paribas em agosto de 2007 de que bloquearia três de seus fundos de investimento em função da incapacidade de precificar seus ativos como o marco inicial da crise, um primeiro símbolo flagrante dos problemas que viriam à frente. A reação do FED à época, no entanto, não carregava tal entendimento e na reunião seguinte do FOMC (*Federal Open Market Committee*), o comitê que decide a taxa norte-americana, a taxa de juros foi mantida no mesmo patamar de 5,25% dos dois anos anteriores, já que tanto a preocupação inflacionária quanto o receio de re-alimentar o

que era visto como uma possível bolha de ativos ainda eram mais relevantes do que as ameaças à atividade econômica. Apenas na reunião seguinte, em setembro de 2007, a taxa de juros começou a cair, como destacado na figura 2 que oferece um zoom no período que se estende de 2007 a 2009.



**Figura 2: Evolução da *Federal Funds Rate* - Taxa alvo de agosto de 2007 a março de 2009**  
Fonte: Federal Reserve Economic Data – séries DFEDTAR e DFEDTARU

A despeito desse início lento, a propensão a agir que marcaria a gestão de Bernanke logo entraria em cena. Em janeiro de 2008, em resposta a fortes sinais de desaceleração econômica e pesadas perdas na bolsa de valores, o FED convocou uma reunião emergencial do FOMC e reduziu a taxa abruptamente em 0,75 pontos, de 4,25% para 3,5%. Este foi o maior corte desde 1982 e também o primeiro em uma reunião emergencial desde os ataques terroristas de 11 de setembro. A decisão é ainda mais marcante pois apenas 8 dias mais tarde o FOMC já tinha uma reunião marcada (na qual acabou por reduzir ainda mais a taxa para 3%) e, mesmo assim, optou-se pela reunião emergencial. Embora o auge da crise ainda estivesse bastante distante, o ineditismo e agressividade desta resposta já deixa evidente simultaneamente a severidade da crise e a propensão do FED a agir. Esse argumento é reforçado por outro corte agressivo, também de 0,75 pontos, que seria realizado em março, na sequência da queda do Bear Stearns.

Ainda assim, as tensões entre a gestão da GCF e o eterno fantasma da inflação revelaram-se por diversas vezes. Em setembro de 2008, dias antes da *débacle* do Lehman Brother e com a taxa em 2%, nível definido cinco meses antes, o FOMC decide não cortar a taxa, uma decisão que em retrospectiva parece no mínimo curiosa. A falência do Lehman dispararia a fase mais aguda da GCF e em uma reunião emergencial em 8 de outubro a taxa seria reduzida para 1,5%, em um movimento coordenado com outros bancos centrais mundiais. Em seguida, ainda em outubro, nova redução para 1%.

Por fim, em 18 de dezembro de 2008 chega a decisão que Bernanke (2015) chamaria de histórica: a redução de 1% para 0%-0,25%.<sup>23</sup> Os EUA passavam a ter uma taxa zero, como o Japão vinha convivendo há anos, o que abria para a economia norte-americana uma série de novos desafios cujo alcance ainda não pode ser plenamente percebido. Assim, após um início tímido e com hesitações no meio do caminho, o FED usaria de forma agressiva a gestão da taxa de juros para tentar conter a GCF. Mas este instrumento básico não foi, de forma alguma, capaz de sozinho conter o pânico.

### **2.3 Mecanismos de liquidez**

Quando instituído em 1913, o FED foi contemplado com o instrumento clássico da janela de redescontos, por meio do qual qualquer banco pode receber empréstimos de curto prazo do banco central. Naquele momento, a janela de desconto era o instrumento central de implementação de política monetária, tendo posteriormente perdido essa centralidade na implementação da política monetária, mas conservando seu papel auxiliar de aliviar crises de falta de liquidez. Tal papel consagrou-se desde os escritos de Bagehot em 1873, entendendo que a função de um banco central, em uma situação de crise, é a de garantir liquidez e manter

---

<sup>23</sup> A partir deste momento, o FED passou a determinar um teto e um piso para a taxa, ao invés da meta única adotada até então.

o sistema funcionando. Freixas et al. (2000, p. 63) assim resumem a posição de Bagehot: “*a central bank should lend freely, at a high rate of interest relative to the pre-crisis period, to any borrower with good collateral*”.

Todos os bancos membros do FED tem acesso à janela de redesconto e podem, assim, obter crédito de maneira emergencial, ainda que com vencimento curtíssimo: o padrão no caso do FED é de empréstimos *overnight*. Operacionalmente, o procedimento é simples e o banco que solicita o empréstimo não precisa sequer apresentar a razão pela qual está acessando a janela. Por outro lado, a taxa de juros cobrada é sempre superior à taxa de mercado, no caso, a *Fed Funds Rate*, o que funciona como um desincentivo para seu uso por parte dos bancos. Essa combinação de características tem como objetivo dar agilidade e oferecer liquidez nos momentos de crise, daí a baixa burocracia em seu desenho institucional, mas ao mesmo tempo evitar o seu uso abusivo por meio de taxas mais altas.

Para avaliar seu uso durante a GCF, devemos retornar aos primeiros tremores a serem realmente sentidos entre os grandes *players* do mercado: o anúncio feito pelo BNP Paribas em agosto de 2017 do bloqueio de três de seus fundos de investimento, exigindo uma resposta mais agressiva do FED. Naquele momento, o FED ainda preocupado com supostas pressões inflacionárias, entendeu que mexer na taxa básica de juros não seria o mais adequado. Assim, nas próprias palavras de Bernanke (2015, cap. 7, par. 46) “*Lending through the discount window was a more precise tool focused on the specific issue we faced: the growing scarcity of short-term funding.*” Dessa forma, foram feitos ajustes na janela de redescontos em 16 de agosto de 2007 para torná-la mais atrativa: o *spread* entre a *Fed Funds Rate* e a taxa de desconto da janela foi reduzido de 1% para 0,5%, o prazo de empréstimos ampliado, de *overnight* para até 30 dias, e sinalizou-se ainda a possibilidade de se renovar tais empréstimos se necessário.

Em face da contração geral da liquidez e das novas condições mais favoráveis oferecidas pelo FED, seria de se esperar um uso expressivo da janela de redescontos. Esse instrumento, no

entanto, sofre, como reconhece Bernanke (2015), de uma deficiência estrutural: o estigma de sua utilização. Seu uso é percebido pelos agentes do mercado como um sinal de fragilidade financeira. Assim, por mais que esteja disponível, sua utilização é evitada pelos agentes, pois pode disparar um tipo de profecia auto realizável, com o mercado cortando ainda mais o acesso ao crédito, uma vez que desconfiasse que o banco necessitava de ajuda do FED. Consciente desse fato, o FED não apenas anunciou a melhora nas condições de acesso à janela em agosto, mas também usou seu peso político: informalmente pressionou gigantes como Citibank, JPMorgan, Bank of America e o Wachovia a acessarem imediatamente a janela. Cada um deles captou U\$ 500 milhões naquele momento (WESSEL, 2010). Buscava-se, assim, superar o estigma, mas a medida, no médio prazo, mostraria-se inócua com o volume de empréstimos caindo rapidamente. O estigma seguia forte.

Não bastasse o desafio do estigma, uma segunda deficiência ameaçava a efetividade da janela de redescontos. O desenvolvimento do mercado financeiro nas décadas anteriores, como discutido no capítulo 1, tornara a janela acessível a uma parcela cada vez menor do mercado, já que só podia ser acessada pelos bancos comerciais membros do FED. Todo o *shadow banking system*<sup>24</sup>, incluindo muitos dos grandes bancos de investimento, não possuíam acesso ao instrumento. Assim, mesmo que o estigma fosse superado, uma larga parte do sistema que estaria altamente necessitado de liquidez, seguia desplugado do FED, o único agente capaz de prover a liquidez demandada. Além disso, em um sistema de intermediação financeira cada vez mais dependente do mercado, a liquidez precisa fluir por outros instrumentos além dos balanços dos bancos.

Para melhor compreender essas dificuldades, exploremos uma história concreta: Bernanke (2015) revela uma ligação telefônica recebida em março de 2008 feita por Jeff

---

<sup>24</sup> Diferentes autores, como Pozsar et al. (2012) e Prates & Farhi (2015), utilizam definições específicas para o *shadow banking system*. Para nossa discussão, no entanto, é suficiente apontar que se trata das novas instituições e instrumentos operando por fora do sistema bancário tradicional na intermediação financeira e criação de moeda e que ganharam centralidade no novo sistema financeiro moderno como descrito no capítulo 1.

Bingaman, um senador norte americano, que ligava em nome do co-fundador da Thornburg, Garrett Thornburg. A Thornburg, com US\$ 36 bilhões em ativos, era um fundo de investimento imobiliário e também originador de empréstimos especializado em hipotecas de alto valor para clientes com ótimo crédito, embora também contasse em seu portfólio com hipotecas Alt-A<sup>25</sup>. Para financiar seu negócio, a Thornburg colocava as hipotecas, ativos de longa maturação, no *repo market*, contando ainda com a facilidade de muitos de seus títulos serem AAA. Assim, ao financiar títulos de longo prazo com fontes de curto prazo, uma companhia como a Thornburg realizava o mesmo papel de transformação de prazos de maturação característico dos bancos. No entanto, fazia isso à margem de toda a regulamentação e rede de segurança que o setor bancário tradicional possuía: não tinha, por exemplo, acesso à janela de redesconto. Tal papel na transformação de maturidade era possível, pois o *repo market* era extremamente líquido e visto até o momento como uma fonte consistente de financiamento. O problema é que, com o derretimento do mercado de hipotecas, os papéis que a Thornburg utilizava como colateral, a despeito de sua classificação AAA, eram de precificação cada vez mais complexa e valiam cada vez menos. Os emprestadores exigiam mais e mais *margin calls*, encurtavam os prazos de empréstimo ou, mais grave, se recusavam a renovar os contratos de *repo*. Assim, sem poder manter suas fontes de financiamento, o destino de uma firma como a Thornburg seria inevitavelmente a falência.

Nesse cenário, a ligação do Senador Bingman para Bernanke era um pedido de ajuda, avaliando se o FED faria empréstimos emergenciais para a Thornburg e outras companhias em situações similar, em que seus papéis AAA já não garantiam o fluxo de dinheiro necessário para suas operações. Tal ação poderia interromper a seca de crédito e permitir que uma companhia até então viável se mantivesse de pé. O pedido da Thornburg não seria atendido e,

---

<sup>25</sup> Hipotecas Alt-A são hipotecas intermediárias. Estão acima das hipotecas sub-prime, de maior risco, porém abaixo das hipotecas *prime*, que são aquelas que atendem os critérios de crédito e de documentação estabelecidos pela Fannie Mae and Freddie Mac, garantidoras no mercado imobiliário nos EUA. A atuação da Fannie Mae and Freddie Mac é melhor descrita na seção Intervenção Federal deste capítulo.

posteriormente, a empresa entraria em concordata. No entanto, sua história é relevante pois ilustra uma dinâmica que não era particular e sim estruturante do sistema financeiro moderno norte-americano e dos desafios inerentes à contenção da GCF. Os *repo markets* haviam se tornado um dos encanamentos centrais do sistema financeiro, porém seu funcionamento corria à margem das redes de proteção regulatórias existentes. Não somente entidades secundárias como a Thornburg dependiam deles para seu financiamento, mas o coração do sistema, como os bancos de investimento, era umbilicalmente dependente de seu funcionamento.<sup>26</sup>

Como veremos no restante desta seção, os diversos mecanismos introduzidos pelo FED atacaram diretamente esta questão. Tanto o FED se abriu para alguns novos atores, como agiu para suprir a liquidez que os mercados de curto prazo não mais disponibilizavam. Para melhor compreender esse cenário, uma breve descrição do micro-funcionamento do sistema em seus termos modernos é necessária.<sup>27</sup>

Oferecendo liquidez em diversos segmentos do mercado financeiro, estão os *dealers*<sup>28</sup>, que para uma ampla gama de ativos continuamente apresentam valores de compra e venda garantindo a qualquer um que queira comprar ou vender que há um mercado imediato e disponível. Observemos que essa é uma característica da operação concreta dos mercados, que diverge da maior parte dos modelos econômicos que, simplesmente, assumem que compradores e vendedores automaticamente se encontram no mercado a preços que garantem seu

---

<sup>26</sup> Como discutido no capítulo anterior, outra importante fonte de financiamento de curto prazo para os bancos eram os ABCP estacionados nas SIVs fora dos balanços dos bancos. Durante a crise, o mercado de ABCP foi a primeira das fontes de curto prazo a secar, o que apenas intensificou as tensões no mercado interbancário e de *repo* (Fleming & Klagge, 2010). Em geral, os bancos originadores das SIVs incorporaram os instrumentos em seus balanços, em alguns casos por obrigação contratual e em outros pelos riscos reputacionais com os seus clientes que haviam investido nos SIVs. Esta dinâmica foi relevante tanto para os bancos norte-americanos como para os bancos internacionais debatidos na próxima seção. Para uma discussão das razões pelas quais os bancos resgataram as SIVs, ver SEGURA, 2018.

<sup>27</sup> Esta é uma descrição simplificada de uma operação apresentada de forma mais detalhada em Mehrling (2011) e Grad, Mehrling & Neilson (2011).

<sup>28</sup> Boa parte dos *dealers* são filiais dos grandes bancos comerciais e de investimento.

alinhamento.<sup>29</sup> Para manter em carteira o portfolio de ativos que permite aos *dealers* continuamente oferecer preços de compra e venda, estes se financiam no *money market*, preferencialmente por meio de *repos* dos próprios títulos que estão em seu portfolio<sup>30</sup>, alternativamente por meio de *commercial papers*, títulos sem colateral que trazem como garantia o balanço completo da empresa, ou ainda empréstimos intra-bancários. O FED, ao manejar a taxa de juros, suaviza ou torna mais cara esta operação de financiamento,<sup>31</sup> e assim torna mais barato ou mais caro aos *dealers* manter seus portfolios e indiretamente ajuda a ampliar ou reduzir os preços dos ativos.

Em um momento de *stress* nos mercados, os *dealers* precisam estar dispostos a assumir a mudança de posição dos investidores, ou seja, aceitarem comprar os títulos, ampliando seus portfolios, e precisam ter condições de financiar esta ampliação. Se os títulos passam a ter valor duvidoso e as contrapartes que ofereceriam o financiamento ao *dealer* se negam a fazê-lo ou demandam um *haircut* muito alto, só resta um financiamento baseado agora no balanço do *dealer*. Quando surgem dúvidas sobre a capacidade do *dealer* de honrar todos seus pagamentos, essa alternativa de financiamento também seca e, como observado posteriormente na GCF, os mercados travam, pois os *dealers* deixam de publicar preços de compra e venda ou publicam preços com *spreads* tão grandes que inviabilizam as operações de peso.<sup>32</sup> A única forma de reestabelecer o funcionamento regular dos mercado é que algum ator esteja disposto e tenha fundos suficientes para atuar como este *dealer* de última instância disposto a comprar o que já não tem mercado. Foi justamente isso que o FED fez por meio dos novos programas que serão

---

<sup>29</sup> O que Mehrling (2011, cap. 4, par. 46) chama de “*the illusion that liquidity is a free good in a world of perfect markets.*”

<sup>30</sup> Tooze (2018, p. 162) oferece uma dimensão concreta desta situação: “*At Lehman at the end of fiscal year 2007, of its balance sheet of \$691 billion, 50 percent was funded through repo. At Goldman Sachs, Merrill Lynch and Morgan Stanley, the share was 40 percent.*”

<sup>31</sup> Notemos que o FED atua exclusivamente sobre o mercado de *Treasuries*. Por mecanismos de arbitragem, a liquidez ou contração deste mercado é comunicada para os outros papéis.

<sup>32</sup> Como Tooze (2018, p. 144) resume: “*Without valuation the assets could not be used as collateral. Without collateral there was no funding. And if there was no funding all the banks were in trouble, no matter how large their exposure to real estate. In a general liquidity freeze, the equivalent of a giant bank run, no bank was safe.*”

aqui apresentados, em que títulos não mais aceitos no mercado privado eram recebidos pelo FED. Assim, um *dealer* poderia trocar, por exemplo um *MBS privado*<sup>33</sup>, com o qual não mais conseguia realizar um *repo*, por um *Treasury*, este sim podendo ser usado em *repo* e, assim, ser financiado. Ao fazer a troca<sup>34</sup>, o FED assumia o risco de crédito e, indiretamente, estabelecia um piso para o valor destes ativos, já que eles sempre poderiam ser trocados no FED. Assim Mehrling (2011) resume no conceito de *shiftability* a característica essencial para determinação de liquidez nos mercados financeiros modernos. O ponto chave é se um título pode ser repassado, *shifted*, para o FED.

Com ações como essa, o FED se tornava um *dealer* constantemente aberto a receber em seu balanço os ativos negados pelo mercado. Esse modelo geral repete-se com mudanças pontuais nos diferentes mecanismos de funcionamento de cada um dos programas que o FED criou durante a crise, mas sempre com o mesmo impacto: garantir um preço mínimo para certas classes ativos que o FED estaria disposto a ter em mãos. Por isso, Mehrling (2011) aponta que o FED, com seus novos programas, reinventou e ampliou o tradicional papel de *lender of last resort* em novos termos mais adequados ao sistema financeiro moderno, atuando agora como um *dealer of last resort*.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> Como já apresentado, os MBS são títulos lastreados em hipoteca. Eles, no entanto, se dividem em duas categorias essenciais. Os *agency MBS* são os títulos securitizados pelas agências Fannie Mae e Freddie Mac e contam com suporte governamental protegendo os investidores de eventuais calotes. Já os MBS privados são títulos gerados e vendidos pelo setor privado e que assim não desfrutam desta garantia governamental, constituindo assim um produto de muito maior risco.

<sup>34</sup> A troca era legalmente estruturada na forma de um empréstimo para que estivesse dentro dos parâmetros legais sobre o qual o FED pode operar.

<sup>35</sup> Para deixar ainda mais clara esta mudança, é válido contrastar o papel de *lender* e de *dealer of last resort*. Uma corrida bancária tradicional se caracteriza por depositantes sacando seus depósitos contra um banco que não consegue honrar simultaneamente todos os saques. No entanto, a dinâmica que perigosamente se colocava em movimento no início de 2008 era uma corrida bancária moderna, agora alastrando-se por meio dos encanamentos dos mercados de títulos e *repos*, ou seja, pelos canais de financiamento de curto prazo. A medida que mais títulos tinham seus valores deteriorados, mais organizações viveriam problemas de financiamento e teriam que vender seus títulos a qualquer preço, acentuando a deteriorização dos valores numa espiral crescente de problemas. Sem uma precificação clara, os emprestadores cortariam as linhas de financiamento, efetivamente incapacitando as empresas de sustentarem suas operações. Assim, se a janela de descontos existia para interromper as corridas bancárias tradicionais, ela era totalmente inadequada para lidar com este fenômeno moderno. Deste modo, o FED teria que atuar como um *dealer of last resort* para interromper o pânico.

Chegar a essas inovações e superar a ortodoxia característica dos bancos centrais, no entanto, não foi simples. Como reconta Wessel (2010), de forma um tanto divertida, em uma manhã de agosto de 2007 Bernanke disparou para sua equipe um e-mail com o assunto *Blue Sky*. O céu azul era uma alusão à necessidade de um pensamento aberto, um horizonte livre que se desprendesse das ortodoxias tão fortes em um banco central. Na tarde daquele mesmo dia, o e-mail já aparecia nas caixas postais como “*RE: RE: RE: RE: RE: RE: Blue Sky*”: trocas de mensagens rapidamente se acumulando na busca de solução heterodoxas para a crise.

Dessas primeiras trocas de mensagens, incipientes, mas ainda assim tão carregadas de urgência, paulatinamente nasceria um conjunto de programas sem precedentes na história dos bancos centrais. Gradualmente, o FED passaria a se inserir nos eixos centrais do *shadow banking system*: os mercados de *asset-backed commercial paper*, de *mortgage-backed securities* (MBS)<sup>36</sup>, os *swaps* de moeda<sup>37</sup> e os mercados *repo*. Esses mercados, nos quais até então o FED nunca atuara diretamente, apenas influenciado-os pela gestão da taxa de juros, passariam a ser objeto de ações mais diretas do FED. A medida que os investidores fugiam desses mercados e o crédito secava, o FED atuava para substituí-los, o que levaria à duplicação do seu balanço em um curto espaço de tempo (TOOZE, 2018).

No entanto, mostrando o quão difícil é para um banco central romper com a ortodoxia, as novas ideias tiveram que esperar quase quatro meses e apenas seriam implementadas em dezembro de 2007. O *timing* não é casual. O mercado de ABCP, extremamente importante para o financiamento dos bancos, estava cada vez mais restrito, já que os investidores desconfiavam de forma crescente da qualidade dos ativos que funcionavam como lastro para os papéis. Com essa fonte de crédito desaparecendo e a janela de redescontos ainda vista como mecanismo inapropriado em função do estigma, o FED decidiu agir e criar um novo programa que desse

---

<sup>36</sup> Os MBS eram um dos típicos produtos do processo de securitização, sendo assim títulos geradores de renda baseados em hipotecas (ou outros títulos lastreados por hipotecas).

<sup>37</sup> Os *swaps* de moeda são derivativos de crédito em que as partes trocam suas exposições às flutuações de duas moedas.

apoio aos bancos. Assim, em conjunto com as linhas de *swap* internacional, que serão discutidas na próxima seção, surgiu o primeiro dos novos instrumentos de injeção de liquidez, e também a primeira das sopas de letrinhas, que caracterizaram a atuação do FED durante a crise. Nascia o TAF - *Term Auction Facility*.

O desenho do TAF buscava criar um mecanismo que superasse o estigma associado à janela de redesconto. Ao invés de uma taxa de juros fixa, acima da *Fed Funds Rate*, no TAF os bancos acessavam créditos do FED por meio de um leilão, em que quem pagasse a maior taxa, assegurava os recursos. Dessa forma, o TAF tentava se assemelhar a uma taxa determinada pelo mercado o que evitaria o estigma de uma taxa “penalizadora” *ex-ante* definida pelo FED. Além disso, como o processo era mais complexo do que o simples acesso à janela de redesconto, levando mais tempo para se receber o dinheiro, o FED esperava que seu uso fosse visto de forma mais leve, já que sinalizaria que os participantes estavam menos desesperados por crédito. Para minimizar os riscos de sua operação, todo empréstimo feito pelo FED legalmente necessita apresentar colateral e, no caso do TAF, o FED aceitou uma ampla gama de papéis, inclusive *Asset Back Securities (ABS)*<sup>38</sup> e *Collateralized Debt Obligations (CDO)*.<sup>39</sup> Desta forma, títulos que as instituições financeiras tinham cada vez mais dificuldade de usar para se financiar no mercado, encontravam no TAF o mecanismo de transformação em liquidez tão necessitada. Além disso, indiretamente sua aceitação pelo FED apoiava o funcionamento do mercado privado destes títulos.

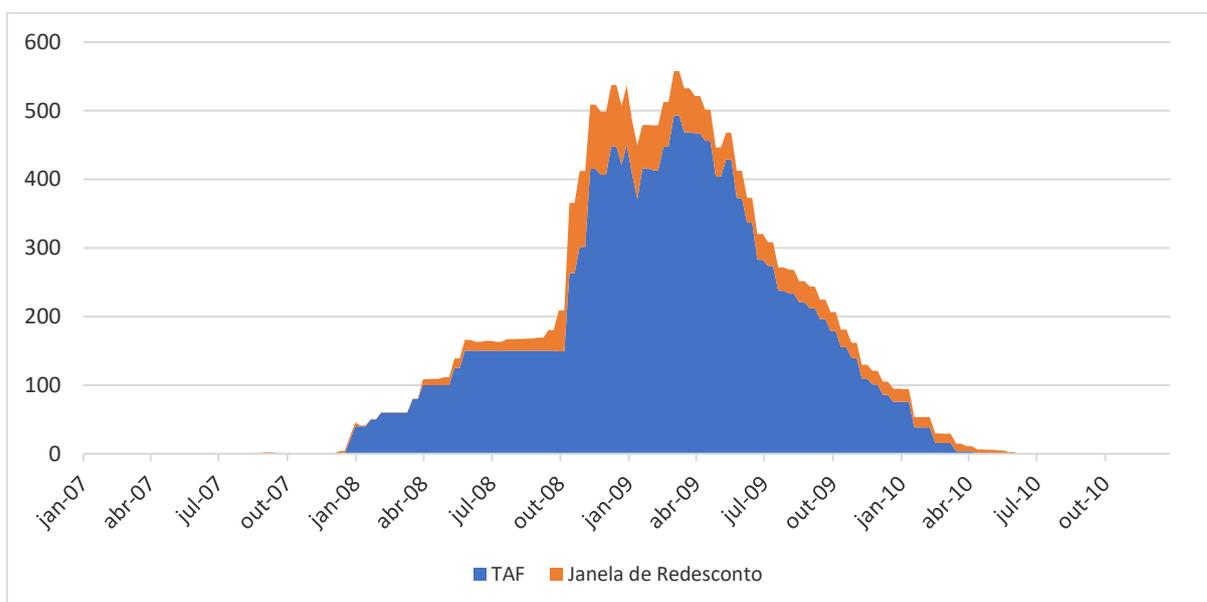
Assim, começava aqui a transformação no papel do FED, aceitando papéis com os quais o mercado se recusava a trabalhar e se inserindo em mercados de crédito até então inéditos

---

<sup>38</sup> Os ABS consistem em títulos lastreados por ativos, similares aos já discutidos MBS - *Mortgage Backed Securities*. No entanto, enquanto os MBS estão lastreados por hipotecas os ABS tem como lastro outros tipos de dívidas como cartão de crédito, estudantil e empréstimos para compra de automóveis.

<sup>39</sup> CDOs são um tipo complexo de ABS, em que o que dá ao lastro ao papel não são hipotecas ou outras dívidas diretamente, mas outros ABS ou MBS.

pra si.<sup>40</sup> Ao fim, o TAF cumpriu importante papel, especialmente se comparado ao uso da janela de descontos - em termos de volume, os desembolsos do TAF foram 6 vezes maiores. A figura 3 explicita tal diferença ao destacar os volumes emprestados em ambos programas. Ainda assim, em seu pico em outubro de 2008, a janela de desconto em um mês foi acionada em mais de U\$ 400 bilhões, um montante 50 vezes maior que seu recorde até então de U\$ 8 bilhões em agosto 1984, o que evidencia a severidade da GCF.



**Figura 3: Montante emprestado pelo FED por meio do TAF e da Janela de Desconto por semana em U\$ bilhões**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – séries WTERAUC e PRIMBORRW

Se o TAF foi importante para resolver o primeiro dos problemas com a janela de desconto, ou seja, o estigma, ele ainda era muito restrito em sua capacidade de interagir com o sistema de intermediação financeira baseado no mercado: apenas os bancos membros do FED tinham acesso ao TAF e num mercado com papel cada vez mais relevante do *shadow banking system*, parte relevante do sistema seguia desconectado dos instrumentos do FED para suprir

<sup>40</sup> Como discutido mais adiante nesta seção, os tipos de colaterais aceitos pelo FED foram se expandindo no decorrer da crise justamente para acolher os títulos sobre o qual a desconfiança do mercado crescia e que assim não eram mais transformados em liquidez imediata pelo mercado.

liquidez. Resolver tal questão se tornava cada vez mais urgente, especialmente após a quase falência do Bear Stearns, em março de 2008.

Foi com isso em mente que, sequencialmente, três novos programas foram iniciados pelo FED e seu alvo era um elo central do sistema: os *primary dealers*. Os *primary dealers* são as instituições autorizadas a transacionar diretamente com o FED, comprando ou vendendo títulos públicos. É um grupo seletivo, de cerca de 20 vinte instituições.<sup>41</sup> Entre os *primary dealers* temos filiais de bancos comerciais, cujas matrizes já tinham acesso à janela de redescontos e ao TAF, mas também bancos de investimento, como a Goldman Sachs, Morgan Stanley e Lehman Brothers. Assim, o FED ampliava seus vasos transmissores de liquidez na tentativa de restaurar a normalidade dos mercados. Para criar estes programas o FED teve que acionar a obscura seção 13(3) de seu marco legal<sup>42</sup>, que abria uma exceção emergencial e permitia ao FED emprestar não só para os bancos membros mas para qualquer indivíduo ou empresa que necessitasse de crédito, desde que circunstâncias incomuns e exigentes se apresentassem e não houvesse crédito disponível no mercado privado. O peso desse movimento não deve ser relativizado. Tal dispositivo fora incluído em 1932, devido a ausência de crédito durante a crise de 1929, tendo sido raramente usado: apenas algumas dezenas de empréstimos entre 1932 e 1936, o maior deles de US\$ 300 mil para um fabricante de máquinas de escrever. Desde então, nenhum outro empréstimo havia sido feito com base nesse dispositivo. Nas palavras de um alto burocrata do FED, emprestar para não bancos era “atravessar o Rubicão ou ao menos um grande afluente”

---

<sup>41</sup> A lista de primary dealers naquele momento era: BNP Paribas Securities Corp., Banc of America Securities LLC, Barclays Capital Inc., Bear, Stearns & Co., Inc., Cantor Fitzgerald & Co., Citigroup Global Markets Inc., Countrywide Securities Corporation, Credit Suisse Securities (USA) LLC, Daiwa Securities America Inc., Deutsche Bank Securities Inc., Dresdner Kleinwort. Wasserstein Securities LLC., Goldman, Sachs & Co., Greenwich Capital Markets, Inc., HSBC Securities (USA) Inc., J. P. Morgan Securities Inc., Lehman Brothers Inc., Merrill Lynch Government Securities Inc. Mizuho Securities USA Inc., Morgan Stanley & Co. Incorporated e UBS Securities LLC.

<sup>42</sup> Para uma discussão da seção 13(3) e sua origem ver SAASTRY, 2018.

(WESSEL, 2009). Em outras palavras, o FED definitivamente abandonava seu repertório tradicional, que já havia sido alargado pelo TAF, e entrava em novo território.

A primeira ação buscando dar liquidez para os *primary dealers* foi a oferta de até U\$ 100 bilhões em *repos*<sup>43</sup> (formalmente as operações são chamadas de *single-tranche open market operations* ou ST OMO) com maturação de 28 dias, transacionadas em um sistema de leilão como o TAF. Com o mercado privado de *repo* em absoluta contração após as tensões com o Bear Stearns, o FED passaria assim a agir como um *repo dealer of last resort* aberto agora aos *primary dealers* (TOOZE, 2018).

Alguns dias depois, buscando apoiar ainda mais o mercado de *repo*, o FED criou o TSLF - *Term Securities Lending Facility*. Seu funcionamento basicamente consistia em empréstimos por um mês de títulos do Tesouro, com os receptores do empréstimo oferecendo como garantia outros títulos privados AAA. Dessa forma, o FED colocava em seu balanço e aceitava os títulos privados que mostravam aceitação cada vez mais duvidosa no mercado e colocava em circulação os títulos do Tesouro que seguiam como porto seguro do sistema e o principal papel aceito nos mercados *repo*. Por meio do TSLF, U\$ 2 trilhões em colateral de altíssima qualidade foram disponibilizados para o mercado.

Na visão do FED, este arranjo trazia 3 benefícios (BERNANKE, 2015). Primeiro, ele fortaleceria a posição financeira dos bancos de investimento, que ao conseguirem levantar dinheiro com *repos* baseados nos títulos do Tesouro, poderiam seguir com sua operação essencial no sistema financeiro moderno. Em segundo lugar, ao aceitar os títulos privados que tanta desconfiança geravam no mercado, o FED invertia os sinais, mostrando confiança nesses papéis. Isso poderia reativar o mercado desses títulos, que havia se congelado. Por fim, como o

---

<sup>43</sup> Eram aceitos *repo* de títulos do Tesouro, títulos de dívida das agências Fannie Mae e Freddie Mac assim como MBS garantidos pelas agências.

TSLF consistia em uma troca de títulos, ele não ampliava o balanço do FED, o que evitava problemas na implementação da taxa de juros do FED.<sup>44</sup>

A trinca de ações de apoio aos *primary dealers* se completaria com o PDCF - *Primary Dealer Credit Facility*, por meio do qual o FED poderia oferecer empréstimos *overnight* para os *primary dealers*. De forma prática, isso implicava numa ampliação do acesso à janela de redescontos, pois até mesmo a taxa do PDCF era a mesma da janela de redescontos.<sup>45</sup> Assim, de forma oficial tanto os bancos membros como os grandes bancos de investimento passavam a contar com suporte emergencial do FED. Aliás, o FED também aproveitou esse momento para ampliar o prazo máximo dos empréstimos feitos por meio da janela de redescontos, de 30 dias para 90, e também reduziu o *spread* entre a taxa da janela e a *Fed Funds Rate*, agora em apenas 0,25%. Essas medidas, aprovadas apenas cinco dias após a criação do TSLF, foram anunciadas no mesmo momento em que o JP Morgan anunciava a compra do Bear Stearns,<sup>46</sup> o primeiro dos bancos de investimento a sucumbir às pressões da GCF. A partir daquele momento, a GCF passava a ganhar novas proporções. Nas palavras de Wessel (2010, p. 147), nada mais seria mesmo: “*there will always be Before Bear Stearns and After Bear Stearns.*”

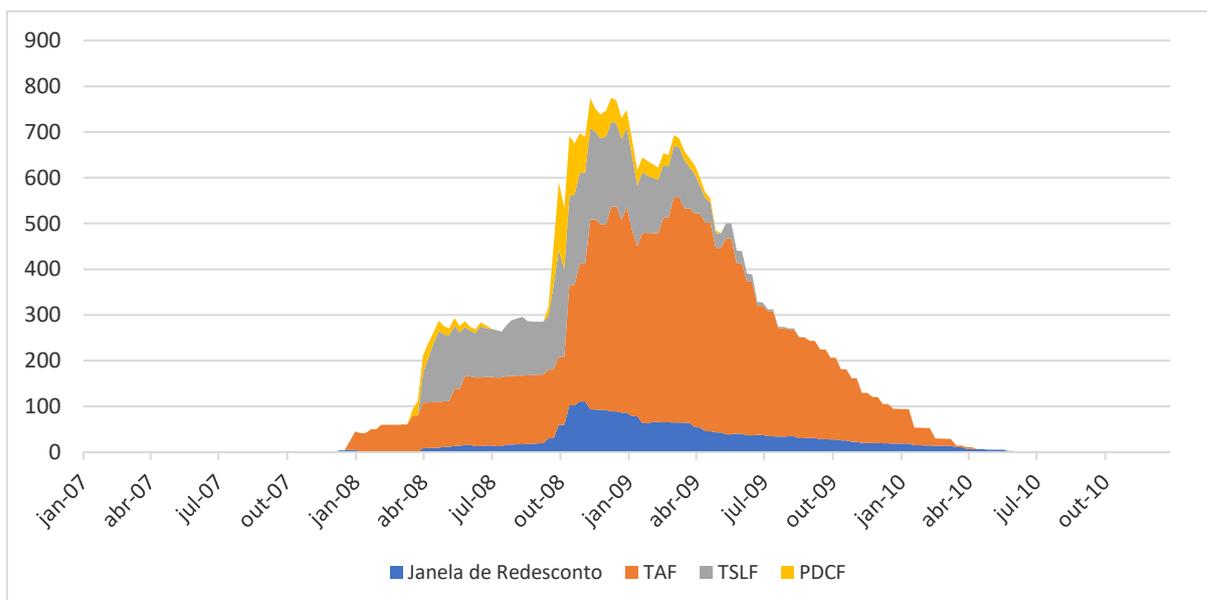
A figura 4 apresenta a dimensão que estes programas tiveram. O TSLF, em seu lançamento, apresentou dispêndios até mesmo maiores do que o TAF e seguiria bastante relevante em toda a fase aguda da GCF. O TAF, no entanto, foi o maior destes programas, até porque diversos *primary dealers*, como a Goldman Sachs, solicitaram, e tiveram aprovados, sua transformação em *bank holding companies* após setembro de 2008. Assim, passaram a ser supervisionadas pelo FED com total acesso à janela de redescontos e ao TAF.

---

<sup>44</sup> Essa questão será discutida em mais profundidade no capítulo 4.

<sup>45</sup> Importante ressaltar que o PDCF aceitava um espectro ainda maior de papéis como colateral que o TSLF.

<sup>46</sup> A proximidade entre a venda do Bear Stearns e o anúncio das novas medidas gerou protestos indignados dos acionistas e gestores do banco adquirido pelo J.P. Morgan. Caso os programas tivessem sido anunciados uma semana antes, o Bear Stearns teria tido alguma chance de sobreviver sem a aquisição. Este é mais um exemplo das ações *ad hoc* do FED. (WALLACH, 2015)



**Figura 4: Montante emprestado pelo FED por meio da Janela de Redesconto e dos programas TAF, TSLF e PDCF por semana em US\$ bilhões**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – séries PRIMBORRW, WTERAUC, WTERMFAC e WPDF

Nesse momento, é relevante fazermos um balanço dos mecanismos para injetar liquidez trabalhados pelo FED. Até aqui, o FED já havia reduzido a taxa básica de juros de 6,25% (julho de 2007) para 2,5% (18 de março de 2008). O acesso à janela de redescontos tinha sido facilitado, reduzido o seu *spread* em relação à taxa básica de 1% para apenas 0,25% e o prazo máximo das operações de overnight para noventa dias. Como a janela de redescontos tinha seu acesso limitado aos bancos comerciais e reconhecendo que o desenvolvimento dos mercados financeiros ampliara a institucionalidade até então vigente, o PDCF fora criado para oferecer mecanismo similar ao da janela de redescontos para os grandes bancos de investimentos. Além disso, foram criados o TAF, focado nos bancos comerciais, e o TSLF, aberto também para os bancos de investimento, ambos funcionando sob um mecanismo de leilão, de forma a tentar superar o estigma que normalmente o acesso à janela de redescontos trazia. Mais do que isso, ambos começavam a ampliar o papel do FED, colocando em seu balanço os títulos privados que naquele momento o mercado renegava. Dessa forma, meses antes do auge da crise, mecanismos inovadores que ampliavam a rede de segurança do sistema já estavam em ação.

Apesar de que o pior ainda estava por vir, o FED já estava agindo muito além de seu campo tradicional de ação.

Para colocar estes esforços em perspectiva, é válido relembrar os comentários de Paul Volcker, ex-presidente do FED, em abril de 2008. Ele aponta que as ações do FED até então “*extend to the very edge of its lawful and implied powers, transcending in the process certain long-embedded central banking principles and practices [...] in a manner that is neither natural nor comfortable for a central bank.*” (WALLACH, 2015, p. 54).<sup>47</sup> Ainda assim, face à gravidade da crise, as ações do FED ainda gozavam de razoável apoio popular e governamental. Em conversa citada por Wessel (2010, p. 179), Barney Frank, Presidente do Comitê de Sreiviços Financeiros do Congresso teria dito em conversa privada em março de 2008 a Paulson e Bernanke “*Take an expansive view of your powers, and I won’t criticize you for that. If you need more power, don’t ask us to give it to you until you’re sure we can do it. The last thing we need now is for you to ask us for something and we say no*”. Assim, essas ampliações de seu escopo de ação já eram vistas como algo fora do comum, mas possivelmente necessárias dado o contexto.

Ainda que as ações tomadas até aqui fossem extraordinárias, soam tímidas frente aos novos passos que o FED tomaria a partir da falência do Lehman Brothers. O primeiro deles, anunciado no próprio dia 15 de setembro que marcou a bancarrota do banco de investimento, foi a ampliação de forma significativa dos ativos aceitos como colateral pelo FED nos diversos instrumentos criados até aquele momento. No PDCF, qualquer colateral originalmente aceito nos mercados tripartites de *repo* passava a ser aceito pelo FED. No TSLF, até papéis com classificação BBB podiam ser trocados por títulos do Tesouro. Assim, cada vez mais papéis sem aceitação no mercado privado passavam a ser aceitos pelo FED. Em termos estruturais,

---

<sup>47</sup> As opiniões de Volcker também tem em mente a atuação do FED no apoio à compra do Bear Stearns pelo JP Morgan, que será discutido mais adiante neste capítulo, na seção Empréstimos pontuais à instituições privadas.

esse foi um passo decisivo do FED para assegurar condições mínimas de funcionamento dos mercados. Contudo, as tensões decorrentes da falência eram tão grandes que o FED precisou criar programas emergenciais para elos específicos do mercado que pararam de funcionar.

Assim, o FED lançou um heterodoxo programa para lidar os *Money Market Funds* (MMFs), um dos principais provedores de fundos no *wholesale market*, os mercados de financiamento de curto prazo. Quando o *Reserve Primary Fund*, um dos mais tradicionais MMFs do mercado, anunciou perdas decorrentes da falência do Lehman Brothers, foi disparada uma corrida contra os MMFs, ameaçando secar mais uma fonte de liquidez. A fuga de recursos dos MMFs também seria potencialmente traumática, pois esses fundos eram os compradores de boa parte dos títulos comerciais de curta duração de grandes empresas norte-americanas e, assim, sua derrocada poderia significar simultaneamente a paralisação do mercado de crédito para a economia real. Para reverter este processo, em 18 de setembro o FED estabeleceu o AMLF - *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. Seu mecanismo de funcionamento era um tanto complexo. Evitando ter que disponibilizar liquidez diretamente para um novo grupo de agentes, os MMFs, o FED desenhou um programa que colocava em seu centro os bancos comerciais. Eram eles os receptores de empréstimos com a mesma taxa da janela de descontos, mas esses empréstimos deveriam ser obrigatoriamente usados para financiar a compra de títulos comerciais de alta qualidade dos MMFs. Assim, estes fundos passariam a ter recursos para pagar os saques e, ao mesmo, os títulos comerciais seguiriam com um mercado ativo. Assim, tendo como facilitador os recursos do FED, os títulos apenas mudavam de mãos. Apesar disso, o AMLF acabou tendo importância diminuída pois o Tesouro pode implementar garantias especificadas para este mercado.<sup>48</sup>

Com o agravamento da crise ficava evidente que apenas as ações do FED não seriam capazes de conter o descontrole dos mercados, como a ação de proteção aos MMFs acima

---

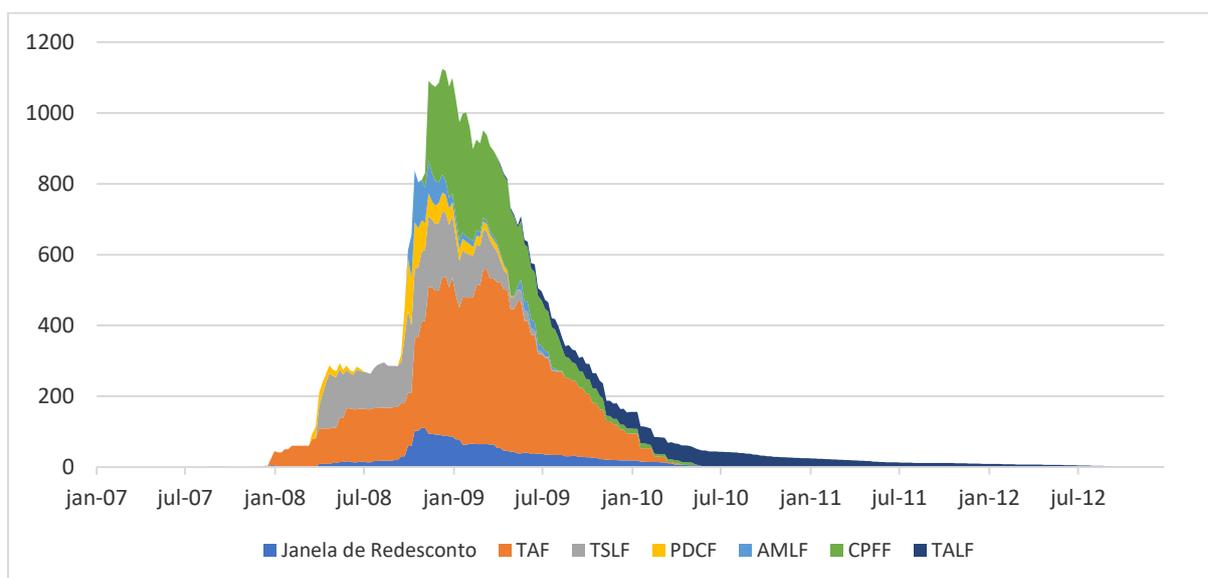
<sup>48</sup> Esta ação é discutida em mais profundidade na seção Garantias deste capítulo.

mencionada já deixava evidente. Assim, em 3 de outubro o Congresso aprovou o TARP - *Troubled Asset Relief Program*, que disponibilizou até U\$ 700 bilhões para o Tesouro, fazendo com que a liderança do combate à GCF passasse a ser compartilhada pelo FED e o Tesouro. Mesmo assim, o FED seguiu ampliando seu repertório de iniciativas, especialmente porque a deterioração do mercado de títulos comerciais era evidente e ameaçava de forma cada vez mais direta a economia real. Grandes empresas como McDonalds e a Verizon encontravam dificuldade para vender seus títulos comerciais, agora que os MMFs, os compradores típicos, sofriam uma corrida. Assim, foi criado o CPFF - *Commercial Paper Funding Facility*, para dar suporte a esse mercado. Para a operação do CPFF, o FED criou uma entidade especial SPV - (*Special Purpose Vehicle*) que receberia créditos do FED. Esta SPV, por sua vez, comprava novos títulos comerciais de 90 dias emitidos por empresas qualificadas. Assim, por mais que formalmente o FED não estivesse emprestando diretamente para estas empresas, o CPFF consistia na extensão do poder de emprestador em última instância para empresas emissoras de títulos comerciais. (FLEMING, 2012)

Por fim, em novembro, o FED anunciou o último de seus inovadores dispositivos, o TALF - *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*. Nas últimas décadas de expansão acelerada do mercado financeiro, não apenas títulos baseados em dívidas hipotecárias multiplicaram-se e tornaram-se vitais para o funcionamento do encanamento financeiro, mas também títulos que agregavam diversos outros tipos de dívidas privadas: empréstimos automotivos, dívidas de cartão de crédito, empréstimos estudantis, entre outros. Assim, se os títulos baseados em hipotecas se mostravam muito mais arriscados do que pareciam, um efeito manada também afastava os investidores de outros títulos baseados em ativos. Com isso, um mercado que securitizava mensalmente cerca de U\$ 20 bilhões estava congelado. O TALF buscava reativar estes mercados ao oferecer empréstimos para investidores dispostos a comprar novas emissões de títulos AAA baseados em dívida privada não hipotecária. Embora fosse um programa que

ao final não teve um porte tão grande quanto inicialmente anunciado, era possivelmente o mais exótico deles, ao instituir empréstimos longos, 5 anos de duração, para comprar uma diversidade enorme de títulos. O TALF seria ainda ampliado em 2009, com recursos advindos do TARP, para financiar outros tipos de ativos, como empréstimos para compra de equipamentos industriais, e alguns tipos de hipotecas comerciais de alta qualidade.

Colocando em perspectiva esses últimos três programas lançados já na fase mais aguda da GCF e que buscavam não somente oferecer liquidez para os bancos e *primary dealers*, mas também para manter ativos diversos mercados de papéis, destaca-se a relevância do CPFF. Após o TAF, esse foi o programa com o maior montante emprestado. Como evidencia a figura 5, a ampliação de atuação do FED como emprestador também para empresas foi bastante significativa.



**Figura 5: Montante emprestado pelo FED por meio da Janela de Redesconto e dos programas TAF, TSLF, PDCF, AMLF, CPFF e TALF por semana em U\$ bilhões**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – séries PRIMBORRW, WTERAUC, WTERMFAC, WPDF, WABCMMF, WCPFF e TABSLFBORRW.

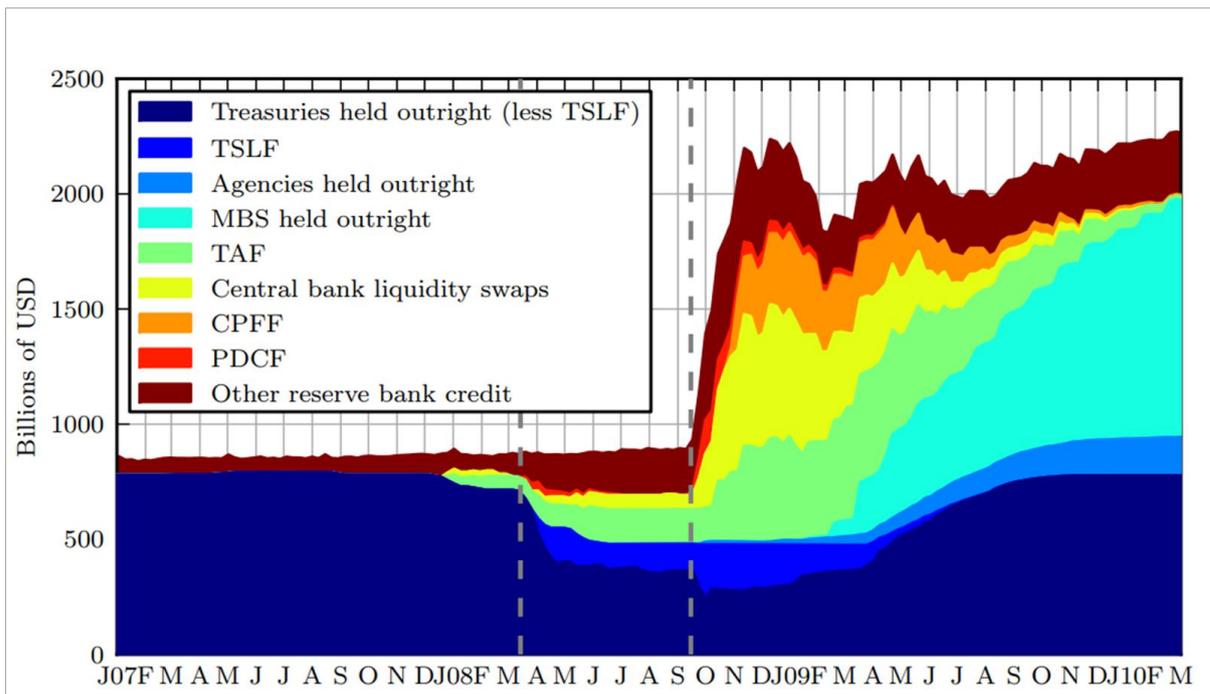
Fazendo um balanço dos programas aqui apresentados,<sup>49</sup> o que se observa é uma gradual extensão da rede de proteção do FED, avançando muito além dos limites da janela de redescostos original. Se os problemas de estigma foram rapidamente atacados com um programa como o TAF, novos programas foram sendo implementados para lidar com a complexidade de um sistema financeiro que não tinha mais como ser apoiado somente pelos instrumentos tradicionais do FED. Os bancos de investimento, os *Money Market Funds* e o mercado de títulos privados passaram a contar com assistência direta do FED. Além disso, o FED abraçou a atuação de *dealer of last resort*, estando disposto a comprar os títulos que não tinham mais demanda nos mercados privados. Nas palavras de Tooze (2018, p. 206), recuperando trechos de Adrian & Shin (2009a), “*this was no longer conventional monetary policy in which the Fed manipulated interest rates to affect market behavior. Instead, the ‘Federal Reserve’s balance sheet expansion’ was an ‘emergency replacement of lost private sector balance sheet capacity by the public sector’.*”

Esse movimento pode ser evidenciado pela figura 6, que mostra a evolução dos ativos do FED no decorrer da GCF. A primeira linha tracejada na vertical data a falência do Bear Stearns. Como se observa, até ali as ações do FED foram tímidas. Já a segunda linha tracejada marca a falência do Lehman Brothers e o período que se estende entre as duas linhas deixa clara a gradual transformação no balanço do FED, com a redução de títulos do Tesouro a medida que eram trocadas por diferentes tipos de colaterais advindos dos programas de liquidez então iniciados. Ainda assim, nesta fase não há ampliação do ativo como um todo. A falência do

---

<sup>49</sup> Além dos dispositivos aqui apresentados, em outubro o FED lançou o MMIFF - Money Market Investor Funding Facility, que no entanto acabou por não realizar nenhum empréstimo. O Tesouro também criou um programa nos moldes destas ações de injeção de liquidez do FED: o PPIP - Public-Private Investment Program for Legacy Assets (ELLIOT 2009). Implementado a partir de 23 de março de 2009, ou seja, 4 meses depois da criação do último programa do FED, o PPIP buscava limpar parte do balanço dos bancos e reativar os mercados de crédito. (GEITHNER, 2014) Inspirado numa ideia do investidor Warren Buffet, o PPIP emprestava recursos do TARP - US\$ 20 bilhões foram alocados ao programa - para investidores privados, que combinavam os recursos governamentais com capital próprio para comprar parte dos ativos tóxicos que seguiam nos balanços dos bancos. Os eventuais lucros destas operações em futuras vendas seriam compartilhados entre investidores privados e o governo. Desta forma, o governo permitiu uma maior alavancagem e um menor risco aos investidores, aumentando seu potencial retorno e ativando o mercado de ativos.

Lehman, no entanto, dispara uma nova fase em que o FED de forma extremamente veloz amplia seus ativos com a expansão dos programas. A partir de 2009, apontado no gráfico como a área em azul claro em rápida expansão, está o momento em que o FED passa a comprar diretamente os títulos no movimento que se convencionou chamar de *quantitative easing*, que será melhor discutido adiante.



**Figura 6: Evolução dos ativos do FED - 2007 a 2010**

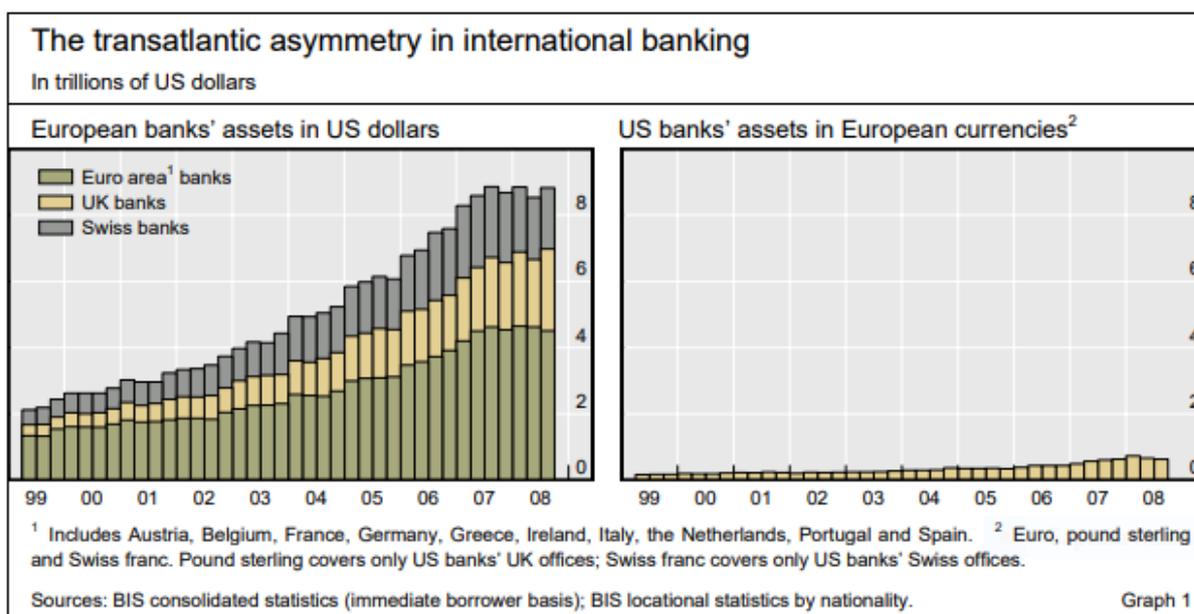
Extraído de: Grad, Mehrling & Neilson (2011). Dados originais baseados no balanço do FED.<sup>50</sup>

## 2.4 Linhas de *swap* internacional

A contração da liquidez que fez com que o FED criasse novos mecanismos para tentar manter o sistema financeiro norte-americano de pé também demandou ações para sustentar o sistema financeiro global. Nessa arena, o principal problema residia no descasamento de prazos entre os ativos e passivos denominados em dólar nos balanços dos bancos internacionais, especialmente os europeus.

<sup>50</sup> Os autores apontam que fizeram ajustes para destacar o TSLF, que originalmente foi publicado pelo FED apenas como um item de memorando e não explicitado no balanço.

Do lado dos ativos, houve uma explosão da relevância de ativos internacionais nos anos precedentes à GCF e os bancos europeus passaram a carregar um crescente volume de ativos denominados em dólar. Sendo o dólar a moeda internacional no sistema financeiro moderno, o mesmo não ocorreu em relação aos bancos norte-americanos, como mostra a figura 7.<sup>51</sup>



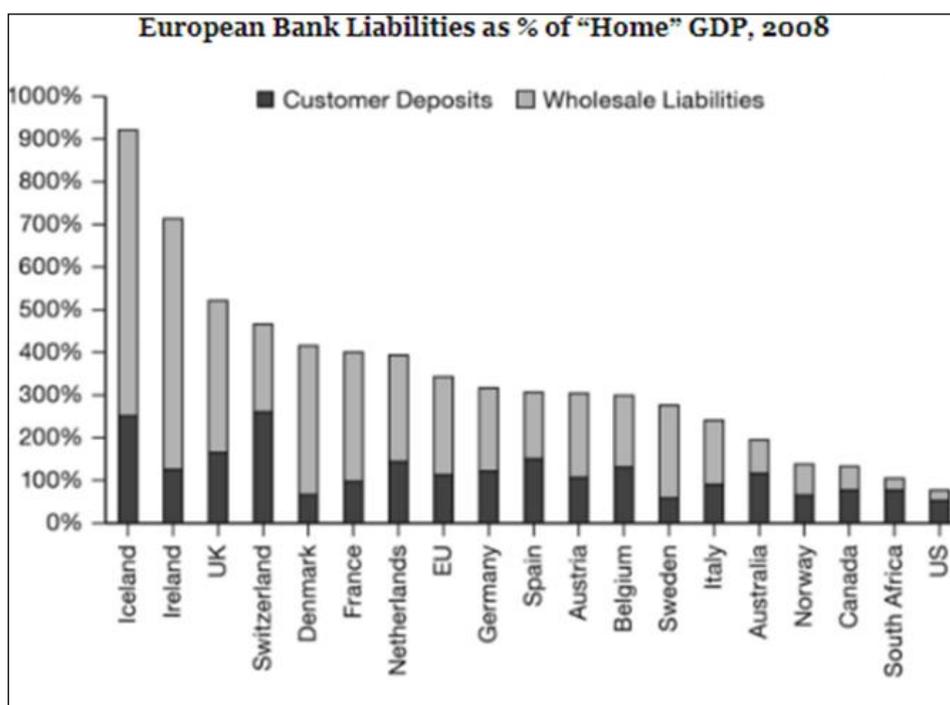
**Figura 7: Ativos em dólar de bancos europeus e ativos em moedas européias de bancos norte-americanos – 1999 a 2008 em trilhões de dólares**

Extraído de Baba, McCauley & Ramaswamy (2009). Dados originais a partir de informações do BIS.

Essas posições consistiam especialmente de papéis estruturados com fluxo de caixa advindo de hipotecas e outros ativos (crédito estudantil, cartão de crédito etc.) norte-americanos, além de empréstimos para empresas e *hedge funds* norte-americanos (MCDOWELL, 2012). Em sua maioria, tais ativos eram de médio ou longo prazo. Os bancos internacionais, no entanto, não contavam em sua maioria com significativos depósitos em dólar, como os bancos americanos. Assim, precisavam contar com outras fontes de financiamento, usando então o *wholesale market*. Goldberg, Kennedy & Miu (2010) destacam fontes como os MMFs (US\$ 1 trilhão), os mercados de *swap* (US\$ 800 bilhões) e empréstimos interbancários como os mais relevantes. A grande questão é que a maior parte destas fontes são de curto prazo.

<sup>51</sup> Esta exposição dos bancos internacionais também é bem explorada em McGUIRE & von PETER, 2009.

A escala dessa operação de transformação de maturidade sendo feita em uma moeda estrangeira era impressionante. Para isso, basta lembrar que em 2007 os três maiores bancos do mundo em ativos eram europeus: RBS, Deutsche Bank e BNP. Os passivos do setor bancário na Europa, se comparados ao PIB, eram em média três vezes maiores do que o observado nos EUA. A figura 8 evidencia esta superbancarização e a altíssima dependência de fundos de curto prazo.

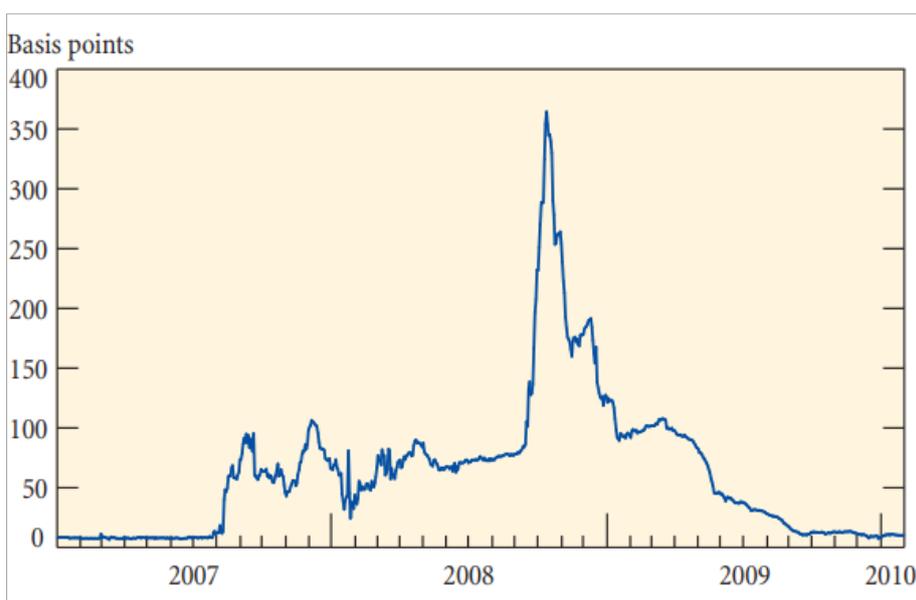


**Figura 8: Relação entre passivo dos bancos de um país e seu PIB e divisão entre depósitos e outros passivos em 2008**

Extraído de Tooze (2018). Dados originais a partir da área de pesquisa do Barclays republicados em <https://qz.com/19386/europe-is-still-massively-overbanked-by-the-way/>.

Conhecendo o desenrolar dos fatos, é assombroso que esse descasamento de prazo em dólar não tivesse soado um enorme alarme nos reguladores americanos e europeus. Contudo, no glorioso mundo das finanças desenfreadas pré-2008, essas fontes de curto prazo eram extremamente líquidas e confiáveis. Nas palavras de McDowell (2012) um cenário em que essas fontes secassem subitamente parecia absurdo nos anos pré-GCF. Pois o absurdo ocorreu e os mesmos mecanismos de contração da liquidez discutidos na seção anterior também se aplicam aqui. Os MMFs contraíram suas posições e retiraram seu financiamento, os títulos baseados em

ativos que funcionaram por tanto tempo como colateral de qualidade para os empréstimos já não eram mais aceitos e até mesmos os empréstimos interbancários travaram, já que as contrapartes já não confiavam nas posições de seus parceiros. O grau de *stress* no mercado de eurodólar fica evidente pelo spread LIBOR/OIS, apresentado na figura 9.<sup>52</sup> De um patamar próximo a zero antes do início da GCF, o *spread* salta para um novo patamar a partir do anúncio do BNP Paribas em agosto de 2007 e explode após a falência do Lehman Brother em setembro de 2008.



**Figura 9: Spread entre a Libor de 3 meses e a OIS**

Extraído de Fleming & Klagge (2010). Dados originais obtidos via Bloomberg L.P.

Repentinamente, os bancos europeus se viam em um cenário de total escassez de dólares. Uma possível alternativa de financiamento seriam as reservas dos bancos centrais, porém essas eram muito pequenas em relação à dimensão do problema.<sup>53</sup> Não se tratava de uma necessidade de alguns bilhões de dólares, mas potencialmente de mais de US\$ 1 trilhão. Um símbolo da gravidade da situação é que no dia 16 de setembro, o dia seguinte à falência do Lehman e no qual o FED acabaria por costurar um pacote emergencial de US\$ 85 bilhões para salvar a AIG,

<sup>52</sup> Este spread oferece uma boa dimensão do risco bancário e das tensões no mercado *off-shore*, pois compara o custo da LIBOR - uma taxa que caracteriza o custo de empréstimos interbancários de curto prazo sem seguro em Londres - com uma taxa de curto prazo baseada na Federal Funds Rate. Historicamente, o spread era mínimo.

<sup>53</sup> Ainda assim, as reservas consistiram em barreiras relevantes para atenuar a crise globalmente. Esta discussão é apresentada de forma mais aprofundada em Obstfeld, Shambaugh & Taulor (2009) e Tooze (2018).

a primeira pauta da reunião do FOMC, comitê que responsável pelas operações de mercado do FED, não seria a AIG, mas sim os problemas de financiamento dos bancos europeus. É por isso que Tooze (2018) aponta, com amplo suporte dos números, que qualquer tentativa de debater a GCF sem colocar a questão dos bancos internacionais em um papel central é anacrônica e profundamente enganosa. Em larga medida, o combate à GCF consistiu em manter de pé os bancos europeus com uma exposição em dólar para a qual repentinamente não havia fontes de financiamento. A única saída seria a ajuda do único país emissor de dólares, ou seja, que o FED atuasse como um *global lender of last resort*.

Na perspectiva do FED, não agir tampouco parecia atraente.<sup>54</sup> Com os mercados ABCP e *repo* fechados e o crédito interbancário alcançando níveis proibitivos, o único modo dos europeus financiarem suas posições em dólar seria uma venda desesperada dos seus ativos em dólar. No entanto, esses eram os ativos com mercados cada vez mais limitados. Considerando o tamanho do balanço dos bancos europeus, esta venda massiva seria destruidora em termos de capital e colocaria os bancos norte-americanos em posição de fragilidade ainda maior. Assim, era essencial para o FED que estes ativos seguissem em carteira.

Com essa leitura em mente, é necessário voltar aos mecanismos de liquidez discutidos na seção anterior, especialmente TAF, ST OMO, TSLF, PDCF e CPFF. À época em que os programas foram implementados, dados a respeito dos recipientes destes fundos não foram revelados. No entanto, hoje pode-se ter uma visão clara de como o FED agiu graças a uma ação judicial<sup>55</sup> que o obrigou a detalhar todos os empréstimos realizados e uma das informações mais impressionantes destes dados é justamente o tamanho do suporte aos bancos internacionais.

Como mostra a tabela 1, na maior parte dos programas, as instituições com sede internacional receberam mais da metade do total dos recursos. Para o maior deles, o TAF,

---

<sup>54</sup> Para um debate mais amplo sobre as razões que levaram o FED a agir ver Aizenman & Pasricha (2010), Broz (2015) e McDowell (2012).

<sup>55</sup> A Bloomberg acionou o FED com base no *Freedom of Information Act* e venceu.

estima-se que quase 70% do volume tenha sido canalizado para os grandes bancos estrangeiros. No caso do PDCF, aparentemente com um baixo percentual a instituições estrangeiras, um detalhe importante mostra a centralidade do nexu EUA-Europa: o FED abriu uma exceção e as subsidiárias baseadas em Londres da Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch e Citigroup puderam acessar diretamente o programa, de forma que canalizaram para o mercado europeu parte significativa dos recursos. Assim, esta perspectiva de suporte internacional deve ser central em qualquer análise do suporte oferecido pelo FED no auge das tensões do mercado.

<b>Programa</b>	<b>Percentual emprestado a instituições estrangeiras</b>
TAF	69%
ST OMO	77%
TSLF	51%
PDCF	6%
CPFF	40%

**Tabela 1: Percentual dos programas de liquidez do FED destinado à instituições estrangeiras**

Fonte: Felkersom (2011) e Tooze (2018).<sup>56</sup>

O FED, no entanto, teria que ir além de oferecer aos bancos internacionais uma participação relevante em seus novos programas de liquidez, pois apenas as instituições estrangeiras mais relevantes e com forte atuação em Nova Iorque tinham acesso a estes programas e possuíam o tipo de colateral demandado pelo FED. Uma ampla gama de instituições menores também necessitava de dólares e sua posição possivelmente era ainda mais delicada. A solução construída pelo FED talvez seja a mais significativa das inovações oriundas da crise: as linhas de *swap* internacionais. Por meio destes *swaps*, a contraparte do FED seria os outros bancos centrais internacionais, que ficariam responsáveis por repassar a liquidez em dólar para seus mercados internos.

<sup>56</sup> O percentual apresentado para o TAF diz respeito aos 25 maiores bancos participantes do programa e o percentual apresentado para o CPFF é uma estimativa menos precisa registrada por Tooze (2018).

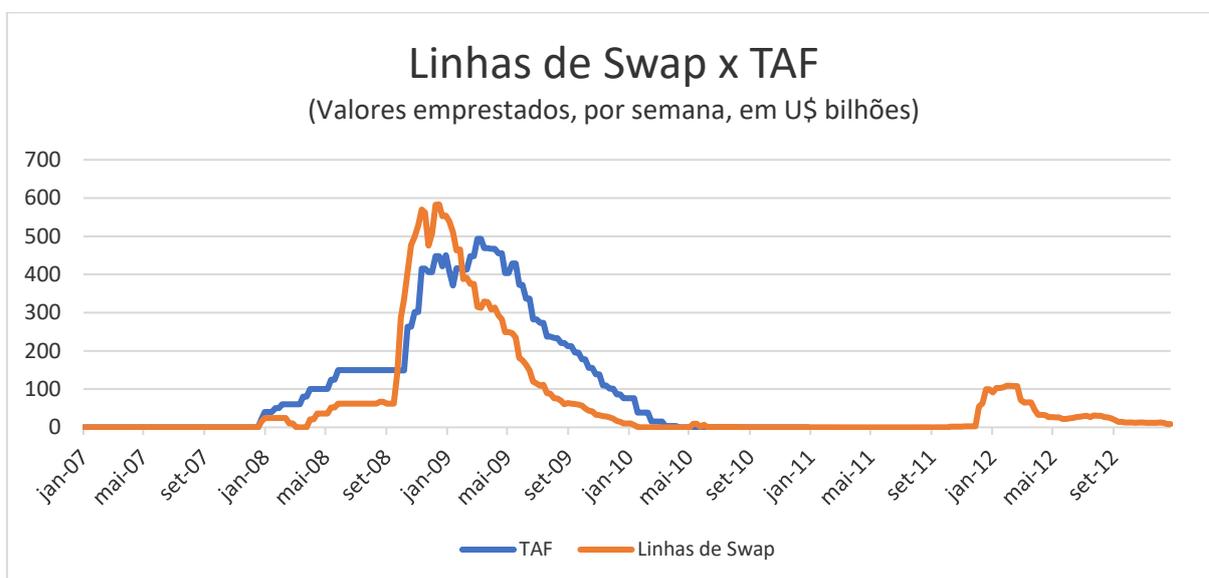
Basicamente, a estrutura do *swap* é a seguinte: um banco central recebe dólares em sua conta no FED e em contrapartida o FED recebe um depósito em moeda local no banco central estrangeiro, de acordo com a taxa de câmbio no momento. De posse desses dólares, o banco central estrangeiro pode emprestá-los, segundo termos que lhe parecerem relevantes para agentes nacionais, diminuindo assim as pressões por dólar. Todo risco de crédito cabe tão somente ao banco central estrangeiro e não ao FED. Após um período determinado no contrato de *swap*, os bancos centrais estrangeiros devolvem os dólares ao FED, cabendo um pagamento de juros igual à taxa cobrada pelo banco central de seus agentes nacionais. Simultaneamente, o FED devolve o depósito em moeda estrangeira. Desta forma, os *swaps* funcionam como um alívio passageiro ao mercado e, mais do que isso, sinalizam que os bancos centrais irão cooperar para reestabelecer a normalidade dos fluxos.

As linhas de *swap* internacional possuem algum precedente de uso pelos bancos centrais, porém seu uso até a GCF foi secundário. Mais do que isso, haviam praticamente sido abandonadas após a década de 90. Sua história remonta a década de 60, quando era essencialmente um instrumento defensivo temporário do FED para evitar a fuga do ouro: a medida que o déficit norte-americano crescia, o FED firmava *swaps* com os demais bancos centrais buscando ganhar tempo para reequilibrar a situação e evitar que o desequilíbrio desembocasse em transferências de ouro. Os *swaps* seguiram sendo utilizados na década de 70 e de forma reduzida na década de 80. Seu uso no resgate mexicano de 1994 foi polêmico e nos anos seguintes prevaleceria a ideia geral no FED de que não deveriam mais ser usadas.<sup>57</sup> Por fim, as linhas de *swap* internacionais foram abertas após os atentados de 11 de setembro de 2001, porém foram terminadas em 30 dias.

---

<sup>57</sup> A polêmica se dá em função do uso de uma operação do FED para fins de intervenção internacional quando em condições normais tais atos deveriam passar por discussões orçamentárias no Congresso. Estas ações seriam vistas assim como potencialmente ameaçadoras do caráter independente do FED. Para uma discussão dessa questão e uma história mais completa das linhas de *swap* internacionais, ver Bordo, Humpage & Schwartz (2015).

Ainda assim, não se deve minimizar o grau de novidade das linhas de *swap* durante a crise. Lançadas inicialmente junto do TAF em dezembro de 2007, faziam parte do que Bernanke internamente chamou de *Blue Sky thinking* e, inauguraram o período de intervenções nada ortodoxas que se seguiram. O volume de dólares ofertado ao mundo é espantoso. Mais de U\$ 10 trilhões foram emprestados pelo programa, em diversos prazos. Padronizados para termos de 28 dias, os empréstimos entre 2008 e 2011 totalizam U\$ 4,45 trilhões em empréstimos de 1 mês (TOOZE, 2018). Em uma contabilização feita pelos montantes despendidos semanalmente, o volume dos *swaps* em seu pico foi maior do que o TAF, o mais significativo dos programas domésticos (que, como já vimos, teve a maior parte de seus recursos destinados para bancos internacionais). Isso é evidenciado pela figura 10 que compara o volume de ambos os programas. Apesar do volume, os *swaps* mereceram muito menos atenção midiática nos EUA do que as controvérsias a respeito do resgate a instituições específicas, os famosos *bailouts*.



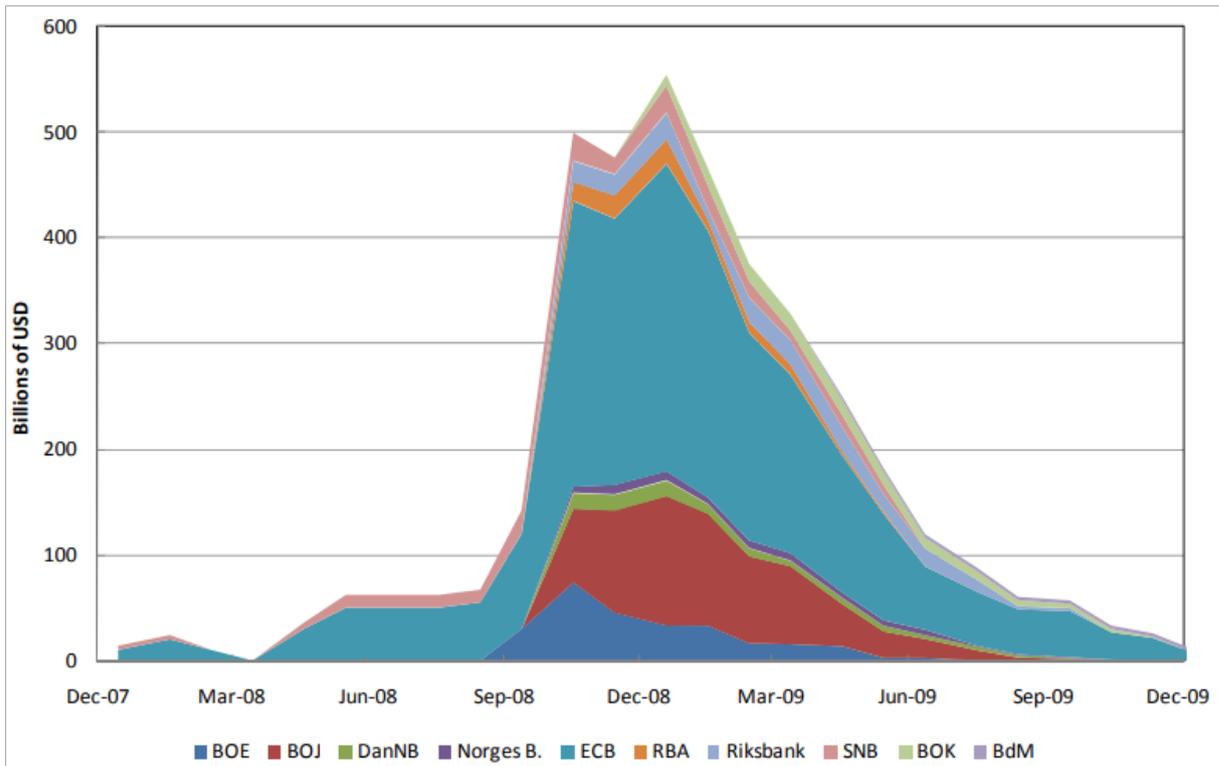
**Figura 10: Montante emprestado pelo FED por semana por meio das Linhas de Swap e do TAF em U\$ bilhões**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – séries WTERAUC e SWPT

Se observadas em seu desenrolar histórico, as linhas de *swap* evoluíram em alcance e volume a medida que a GCF recrudescia. Em seu estágio inicial, acordos foram firmados apenas com o Banco Central europeu e suíço, com volumes máximos de U\$ 20 bilhões e U\$ 4 bilhões

respectivamente e duração do programa de seis meses. As linhas foram sucessivamente aumentadas em valores e seu prazo de operação ampliado. Como exemplo, ao final de setembro de 2008, com o agravamento da crise após a falência do Lehman a linha do Banco Central Europeu já havia se multiplicado por 12, crescendo de U\$ 20 bi para U\$ 240 bi e, no mês seguinte, passaria a ser sem limite, ou seja, o FED disponibilizaria para o BCE quantos dólares fossem necessários.

Também em setembro e outubro de 2008, linhas de *swap* foram abertas com bancos centrais de doze outros países: Austrália, Brasil, Canadá, Coreia, Dinamarca, Japão, Inglaterra, México, Nova Zelândia, Noruega, Singapura e Suécia. Desses, Inglaterra, Japão e Suíça desfrutaram também de linhas ilimitadas após outubro de 2008. Observando o volume dos *swaps*, como apresentado na figura 11, impressiona observar como o volume inicial do programa de U\$ 24 bilhões oferecido em 2007 evoluiu para os mais de U\$ 500 bilhões no auge de seu uso. Vale ressaltar que esse volume não é de forma alguma trivial, representando 25% dos ativos totais do FED em dezembro de 2008.



**Figura 11: Montante das linhas de *swap* com o FED em aberto por banco central estrangeiro**

Extraído de Goldberg, Kennedy & Miu (2010). Dados originais do *Federal Reserve System's Monthly Reports on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*

As linhas de *swap* se encerraram em fevereiro de 2010, mas foram rapidamente retomadas meses depois a medida que a crise do euro na Europa tomava novos contornos em função dos problemas fiscais de diversos de seus membros. A partir de 2013 as linhas de *swap* com os bancos centrais europeu, suíço, inglês, canadense e japonês foram tornadas permanentes pelo FED e constituem parte do novo arcabouço do sistema financeiro internacional.<sup>58</sup>

## 2.5 Intervenção federal

Historicamente, o setor financeiro norte-americano contou com GSEs, *government-sponsored enterprises*, que são empresas privadas, mas apoiadas pelo governo, que tem a função de direcionar crédito para certos setores da economia. No setor habitacional, o papel

<sup>58</sup> A respeito do movimento incompleto da construção do arcabouço jurídico que sustenta este novo desenho, ver Baker (2013a)

central coube à Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) e Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*).

Sua atuação se dá basicamente em duas frentes.<sup>59</sup> O primeiro deles é de seguro de crédito: as GSEs empacotam uma série de hipotecas cujo perfil se encaixa em seus mandatos<sup>60</sup> em um *agency mortgage-backed security*, ou seja, um título com fluxo de pagamentos pré-estabelecido com base no recebimento das parcelas das hipotecas. Os compradores têm garantia de recebimento no caso de *default*, em troca de um prêmio pago à GSE que os emitiu. Essa garantia das GSEs barateia e dá volume ao crédito imobiliário nos EUA. Mais do que isso, as posiciona como o pilar central do mercado imobiliário norte-americano. A segunda linha de atuação se dá em investimentos que as GSEs fazem em portfólios de hipotecas, ficando com esses ativos em carteira e, assim, aproveitando de sua rentabilidade maior, já que em geral tratam-se de papéis com um risco mais elevado do que os títulos por ela assegurados acima descritos. Tais operações são financiadas por emissão de títulos de dívida das companhias. Assim, ainda que o setor *sub-prime* estivesse fora de seu escopo de atuação, as GSEs se expuseram ao mercado *sub-prime* por meio de seus investimentos de portfólio buscando melhores retornos; em 2007, as duas empresas tinham cerca de U\$ 300 bilhões em títulos fora dos padrões das agências.

O fato de que as GSEs oficialmente terem uma linha de crédito direta com o Tesouro e o resgate oferecido pelo governo norte-americano em outras crises no passado, faziam com que o mercado as visse como implicitamente garantidas pelo estado. Derivado desta percepção, seus títulos eram vistos como papéis governamentais. Governos, como o da China, bancos multilaterais como o Banco Mundial e o BIRD e grandes empresas possuíam amplo volume destes papéis, pois também eram vistos como um porto seguro do sistema. Isso gerava um custo de financiamento menor para as GSEs, em parte transmitido para custos reduzidos de hipotecas.

---

<sup>59</sup> A descrição da operação das GSEs, suas contradições e resgate são bem explorados em Frame et al. (2015).

<sup>60</sup> Existe um teto máximo de valor para as hipotecas (hipotecas maiores são chamadas de jumbo) e qualidade mínima dos credores.

Esse apoio indireto do governo também permitia que as empresas trabalhassem com níveis de alavancagem sem comparativo no mundo estritamente privado: ao final de 2007 Fannie Mae e Freddie Mac possuíam ou garantiam U\$ 5,2 trilhões em hipotecas com uma base de capital mínima, que somada não chegava a U\$ 60 bilhões.

As críticas à fragilidade desse arranjo não eram raras, mas disputas políticas no Congresso jamais permitiram que a questão fosse seriamente debatida até que crise se agravasse. De fato, a alta exposição às hipotecas e a grande alavancagem foram se mostrando excessivas. Com o desenrolar da GCF, à medida que os preços dos imóveis caíam e a economia patinava, subia o nível de *default* e, assim, os pagamentos a descoberto que precisavam ser feitos pelas GSEs. Suas fontes de financiamento secaram e esse pilar do mercado imobiliário norte-americano ameaçava ruir. Tão importante quanto as considerações sobre sua relevância para o mercado imobiliário interno eram as potenciais consequências internacionais da bancarrota das GSEs: investidores estrangeiros, em especial o governo chinês, eram detentores de U\$ 800 bilhões de títulos da dívida das empresas. Nas palavras de Brad Stser (TOOZE, 2018, p. 172), as GSEs eram “*too chinese to fail*”.

De fato, o governo americano agiu de forma decisiva para sustentar as duas empresas. Em julho de 2008, o Congresso aprovou o *Housing and Economic Recovery Act* (HERA), que entre outras medidas fortaleceu o órgão regulador das GSEs. Mais do que isso, o HERA criava um arcabouço legal que tornava mais simples uma tomada de controle pelo Estado das GSEs, num modelo de *conservatorship*,<sup>61</sup> em que as empresas se tornariam temporariamente geridas pelo estado, que assumiria todas suas obrigações e ativos. Na época da aprovação da legislação, isso parecia apenas uma possibilidade: foi durante esses debates que Paulson disse a célebre

---

<sup>61</sup> O modelo de *receivership*, em que as empresas seriam desmontadas e vendidas, também poderia ser adotado, mas provavelmente implicaria em perdas para os detentores de títulos. Ver Frame et al. (2015) para um debate sobre as alternativas.

frase de que se os mercados sabem que você tem uma *bazooka* no bolso, talvez não tenha que usá-la.

Menos de 2 meses mais tarde a possibilidade tornou-se concreta e a *bazooka* foi tirada do bolso: ambas as agências foram colocadas em *conservatorship*, passando de fato a serem controladas pelo estado. Sob comando estatal, os riscos de crédito foram reduzidos e algum grau de tranquilidade foi obtido nos mercados, já que não houve qualquer perda para os credores. O preço, contudo, não foi baixo: ainda na gestão Bush, o Secretário do Tesouro Paulson garantiu a injeção de U\$ 200 bilhões em capital e, posteriormente já sob a gestão Obama-Geithner, mais U\$ 200 bilhões seriam comprometidos.

Essa virtual estatização do pilar central do setor imobiliário norte-americano segue em curso até o momento. Muita expectativa se criou de que o Congresso poderia agir para repensar a estruturação do sistema de crédito imobiliário nos EUA, mas nenhum grau mínimo de consenso foi construído para que esse *status quo* temporário, que cada vez aparenta mais permanente, fosse superado.

## **2.6 Empréstimos pontuais às instituições privadas**

Além dos instrumentos de amplo acesso à liquidez criados pelo FED, instituições específicas também receberam linhas de crédito especialmente desenhadas para suas necessidades. As duas situações, relatadas a seguir, objetivaram impedir a falência eminente de instituições relevantes do sistema financeiro norte-americano.

A primeira delas, ainda no início da GCF em março de 2008, foi o banco de investimento Bear Stearns. Bastante exposto à MBS (*mortgage backed securities*) de alto risco, o Bear Stearns era altamente dependente do mercado de *repo* para seu financiamento<sup>62</sup>. A medida

---

<sup>62</sup> Ao final de 2007, U\$ 100 bilhões de seu financiamento vinham do mercado de *repo* e apenas U\$ 4 bilhões de *commercial paper*. (BERNANKE, 2015)

que aumentavam as dúvidas sobre a qualidade de seus ativos, os parceiros no mercado de *repo* se recusaram a renovar seus empréstimos. Naquele momento, o FED ainda não havia estendido a janela de redesconto para os *primary dealers* e dos novos programas, apenas o TAF, também focado apenas nos bancos comerciais, era operacional. Assim, quando em uma quinta-feira, dia 13 de Março, o Bear Stearns sinalizou que precisaria declarar-se falido no dia seguinte, o FED invocou seus poderes especiais sob o artigo 13(3) e realizou um empréstimo-ponte<sup>63</sup> de U\$ 12,9 bilhões que permitiu ao Bear sobreviver até o fim de semana, quando uma solução de mercado poderia ser construída. Sob forte pressão do FED, um acordo de compra pelo J.P. Morgan foi costurado. Em seu desenho final, novamente o FED interviria: receberia um prêmio para que passasse a ser responsável por eventuais perdas acima de U\$ 1 bilhão nos papéis mais problemáticos possuídos pelo Bear Stearns, diminuindo assim o risco do J.P. Morgan na compra.<sup>64</sup> Ainda que o pacote de resgate tenha permitido uma resolução com reverberações sistêmicas ao menos inicialmente controláveis, simbolicamente a *débauche* do Bear Stearns foi um evento crítico. Nas palavras de Martin Wolf (2008, não paginado), principal comentarista econômico do Financial Times, 14 de março de 2008, o dia em que o banco foi resgatado, ficaria sempre marcado como “*the day the dream of global free-market capitalism died*”.

A segunda instituição apoiada diretamente pelo FED foi a AIG, no que talvez seja o mais polêmico dos resgates. A AIG, até então a maior empresa de seguros norte-americana, havia

---

<sup>63</sup> Os detalhes desta operação ajudam a mostrar o grau de excepcionalidade dos caminhos trilhados pelo FED. Uma reunião de emergência foi convocada no dia 14 de março para aprovar o empréstimo emergencial. Nesta ocasião, seriam necessários 5 votos, entre os 7 membros do conselho. No entanto, 2 assentos estavam vagos - o FED vinha operando há tempos com 5 membros. Como um dos membros estava em viagem internacional, a única maneira de realizar a operação foi acionar um dispositivo aprovado pós 11 de setembro de 2001 que permitia a ação com menos de 5 membros em caso de votação unânime em situações extremas. O dispositivo fora criado pois durante o ataque terrorista apenas 1 dos membros do Conselho estava em Washington. (WALLACH, 2015)

<sup>64</sup> A operacionalização deste negócio foi razoavelmente complexa, e legalmente discutível. O FED emprestou 28,82 bilhões e o J.P. Morgan U\$ 1,15 bilhões para uma recém-criada SPV (*Special Purpose Vehicle*) chamada Maiden Lane. Esta SPV ficaria com os U\$ 30 bilhões de papéis mais problemáticos do Bear Stearns. No caso de eventuais perdas, o primeiro bilhão seria responsabilidade do J.P. Morgan, mas se as mesmas ultrapassassem este valor passariam a ser de responsabilidade do FED. Com seu risco reduzido na operação para até U\$ 1 bilhão, o J.P. Morgan sentiu-se mais confortável em aceitar o negócio. Para uma discussão ampla dos problemas legais desta operação, ver Wallach (2015).

expandido consideravelmente suas operações de *Credit Default Swaps*<sup>65</sup> (CDS) em papéis AAA. Neles, a AIG recebia um prêmio em troca de assumir o risco de calote de papéis baseados em hipotecas, sendo que no total mais de U\$ 440 bilhões em ativos haviam sido segurados. Revelador da forma de funcionamento dos mercados modernos é que não foi o pagamento dos seguros em si que levou a companhia à beira da falência. Na verdade, o primeiro pagamento por calote de um título ocorreria apenas em dezembro de 2008 (TOOZE, 2018). Desestruturante foi a reação dos mercados: assim que seu *rating* de crédito foi rebaixado em função das potenciais perdas futuras, suas contrapartes nos diversos contratos faziam demandas adicionais de margem (*margin calls*), numa espiral negativa, esgotando as reservas de caixa da companhia.<sup>66</sup>

Entendendo que um colapso da AIG se propagaria por todo o setor financeiro, já que a maior parte das instituições financeiras eram contra-parte nestes papéis, um resgate inicial da AIG ocorreu em 16 de setembro de 2008, um dia após a falência do Lehman Brothers. Nele, o FED fez um empréstimo de U\$ 85 bilhões que indiretamente colocou 80% das ações da empresa nas mãos do governo.<sup>67</sup> Kaiser (2013) relata uma interessante história sobre o empréstimo: no dia em que o mesmo foi anunciado, Paulson e Bernanke organizaram uma pequena reunião emergencial no Congresso para que as líderes do Senado e da Câmara soubessem dos planos de antemão e não pela imprensa. Quando foram informados do empréstimo, tanto o Senador Dodd e como o Deputado Frank, os respectivos líderes em suas casas dos comitês ligados à

---

<sup>65</sup> CDS é um derivativo de crédito

<sup>66</sup> A Divisão de Produtos Financeiros da AIG, responsável pelos CDS, já havia parado de subscrever novos contratos em 2005, até mesmo em função de seu posicionamento privilegiado que possibilitava uma compreensão refinada do mercado de hipotecas. A ameaça estava assim nos contratos antigos, para os quais a companhia não havia comprado qualquer proteção. A situação da empresa seria agravada pois na mesma época que a Divisão de Produtos Financeiros interrompeu a criação de novos CDS, a *Securities Lending Office* passara a investir nestes mesmos MBS de alto retorno. Quando a empresa precisou de liquidez para honrar as *margins calls*, não conseguia transformar seus papéis em caixa.

<sup>67</sup> Wallach (2015) discute os problemas legais desta ação, até mesmo porque ele tinha em sua essência uma lógica de compra (*equity*), embora fosse formalmente desenhada como um empréstimo para atender aos requisitos legais de atuação do FED.

finanças e assim responsáveis pela supervisão do FED, simplesmente se mostraram atônitos que o FED pudesse tomar tal ação sem necessidade de qualquer autorização formal. Nas palavras de Kaiser (2013) “naquela noite eles descobririam que o banco central tinha poderes que eles nunca souberam que existiam.”<sup>68</sup>

O pacote, que tanto impressionou os congressistas, foi, no entanto, insuficiente e seria reformulado e ampliado por diversas vezes nos meses seguintes. O primeiro ajuste, apenas três semanas após o acordo inicial, implicava na criação pelo FED de uma nova linha de empréstimos similar a operações *repo* à outras divisões da AIG com teto de quase U\$ 40 bilhões. Já as demais reformulações tiveram em seu centro injeção de capital do Tesouro, e assim, serão discutidas nas próximas seções.

No entanto, antes de avançar é necessário falar também dos resgates que o governo norte-americano decidiu não fazer. Aliás, em uma crise, a inação muitas vezes pode ser mais decisiva do que a ação. Nesse sentido, não há como debater a GCF sem abordar a falência do Lehman Brothers. De certa forma, essa foi uma tragédia quase anunciada. Desde a derrocada do Bear Stearns, o Lehman sempre foi visto com o próximo alvo, já que era o banco de investimento mais frágil dentre os grandes. Ainda assim, como muito dos críticos da ação do governo irão registrar,<sup>69</sup> o resgate ao Bear Stearns acima descrito, evitando sua bancarrota e facilitando sua negociação com o J.P. Morgan, evitou um pânico imediato, mas também sinalizou uma disposição do governo a ajudar as instituições em perigo. Isso permitiu ao Lehman Brothers ver sua situação como menos emergencial do que realmente era.<sup>70</sup> Assim, nos seis meses entre a queda do Bear e sua própria derrocada, o Lehman pôde assumir uma postura relativamente dura com os potenciais interessados em sua aquisição; sua liderança realmente parecia acreditar que

---

<sup>68</sup> Kaiser (2013, cap. 1, par. 8) ainda reporta que um senador disse: “*I want to be absolutely clear that Congress has not given you formal approval to take action. This is your responsibility and your decision.*” Ironicamente, Kaiser comenta que esta é a verdadeira voz do Congresso: proteger a própria retaguarda antes de qualquer coisa.

<sup>69</sup> Ver, por exemplo, Wallach (2015).

<sup>70</sup> O próprio Henry Paulson (2010) reconhece este argumento.

eram *too-big-to-fail*. Sem nenhum avanço decisivo nas negociações e com as condições de financiamento se deteriorando, o Lehman entrou no final de semana de 13 e 14 de setembro como um morto-vivo, ainda acreditando que entre o possível interesse do Bank of America ou do banco inglês Barclays, combinados com algum tipo de apoio governamental e/ou de algum tipo de consórcio privado para lidar com seus ativos mais problemáticos algum tipo de acordo poderia ser obtido. Isto não ocorreu e na segunda-feira, 15 de setembro, o Lehman entrou em processo de falência, disparando ondas de impacto devastadoras pelo sistema financeiro global.

Bernanke (2015), Paulson (2010) e Geithner (2014) são uníssonos em afirmar que estavam de mãos atadas na situação. A inadequação entre a estrutura regulatória e as características do sistema financeiro moderno além da precária situação financeira do Lehman teriam tornado impossível qualquer tipo de resgate. Em sua avaliação, a empresa era insolvente e, assim, diferia do Bear Stearns, já que o FED não teria autorização para um empréstimo que não entendesse como suficientemente protegido de perdas.

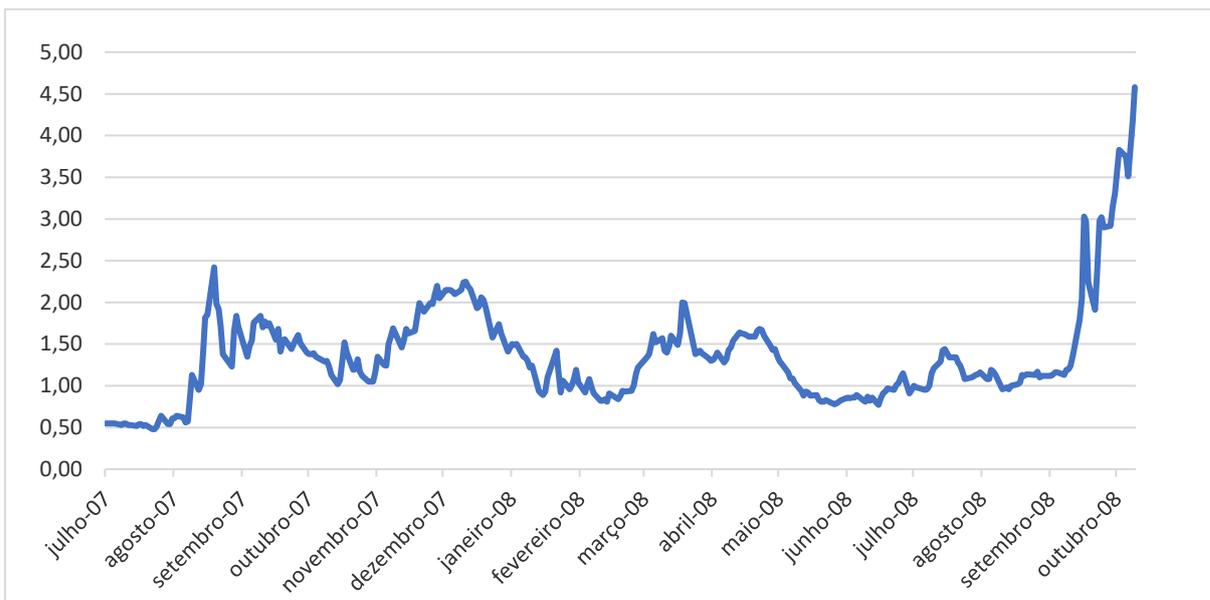
Contudo, Tooze (2018) é categórico em afirmar que as evidências apontam que estas posições não são mais do que auto justificação formulada após ficarem evidentes as consequências catastróficas da falência do Lehman. O que teria sido decisivo fora a posição rígida adotada pelo governo: *“no more bailouts”*. De fato, a sustentação política para mais um resgate era mínima, na melhor das hipóteses. Como relata um *staffer* do Tesouro, e em linha com muitas percepções no calor daquele momento, o dia 15 de setembro, dia da falência do Lehman, *“felt like a good day at the Treasury in that the market was allowed to work.”* (SWAGEL, 2009, p. 41) As motivações profundas desta decisão, envoltas num emaranhado complexo de tecnicidades jurídicas e financeiras, jamais poderão ser descobertas. O que coube ao sistema foi lidar com o pânico que se seguiu.

## 2.7 Injeção de capital nas instituições financeiras

A intervenção federal na Fannie Mae e Freddie Mac em 6 de setembro foi apenas o prenúncio dos dias atribulados adiante. Com a falência do Lehman Brother nove dias depois, em 15 de setembro, foi detonada a fase mais aguda da GCF. No dia seguinte a AIG precisou receber o primeiro empréstimo que evitou sua *débauche* e o MMF Reserve Primary Fund “*broke the buck*”,<sup>71</sup> com suas cotas valendo menos do que U\$ 1. Como Bernanke comentou posteriormente, setembro e outubro de 2008 foi claramente a pior crise financeira da história mundial, incluindo a Grande Depressão; nos anos 30 não houve um momento como esse em que em um espaço de tempo tão curto todos os bancos globais estiveram à beira do colapso simultaneamente. Esta tensão fica evidente na figura 12, que mostra o *Ted Spread*, que é o *spread* entre a *libor* de 3 meses e os títulos do Tesouro de mesmo período, servindo com um indicador de percepção do risco bancário. O *spread*, historicamente entre 10 e 50 pontos-base, explodiu para mais de 400 no pico. A resposta governamental, até então liderada pelo FED com a redução da taxa de juros, alguns novos instrumentos de liquidez e alguns empréstimos pontuais se mostrava insuficiente.

---

<sup>71</sup> Ver em mais detalhe na seção 2.8 Garantias..



**Figura 12: Evolução do TED Spread entre julho de 2007 e outubro de 2008**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – série TEDRATE

É nesse momento que uma atuação governamental mais vigorosa, tanto nos EUA quanto globalmente, se articula. O G7 se reúne e não só anuncia um corte conjunto de taxas de juros, mas divulga um compromisso conjunto com 5 eixos de ação: (TOOZE, 2018)

- Impedir a falência de qualquer outra instituição sistemicamente importante;
- Recapitalizar os bancos;
- Agir para descongelar os mercados interbancários;
- Garantir os depósitos bancários;
- Reconstruir os mercados de títulos securitizados.

As medidas, na verdade mais um plano de intenção e comprometimento do que ações práticas e imediatas, ajudariam de toda forma a sinalizar o comprometimento dos atores governamentais em segurar o sistema. Em termos concretos, isso significou nos EUA algumas ações do FED aqui já discutidas: a ampliação de seus programas de liquidez, a extensão das linhas de *swap* internacional para Austrália, Suécia, Dinamarca e Noruega e o fim dos limites nas linhas de *swap* com Europa, Inglaterra, Suíça e Japão. Outros reguladores também atuaram,

com a SEC banindo o *short-selling*<sup>72</sup> das ações de 799 empresas financeiras e o FDIC passando a assegurar novas emissões de dívidas por parte dos bancos<sup>73</sup>. No entanto, a grande novidade nos EUA foi o reconhecimento de que sem ação fiscal seria impossível combater a crise, ou seja, as ações lideradas pelo FED não bastariam para conter a GCF. O Tesouro precisaria agir e, para isso, necessitaria de novos fundos alocados pelo Congresso.

Assim, é nesse contexto de pânico e busca por respostas à altura da crise sem paralelo, que acontecerem as históricas negociações para criação do TARP - o *Troubled Asset Relief Plan*, que ao final disponibilizou até US\$ 700 bilhões para combate à crise. Para entendermos a dimensão dos recursos, eles equivalem aproximadamente ao orçamento militar anual dos EUA. Um relato de Kaiser (2013, cap. 1) da primeira, e única, reunião liderada por Paulson e Bernanke com os líderes do Congresso antes da apresentação do projeto de lei oferece a dimensão da tensão do momento. A certa altura, Bernanke teria dito aos congressistas: “Eu tenho estudado a Grande Depressão por toda minha vida adulta. Se não agirmos de uma forma extremamente vigorosa, vocês podem esperar outra Grande Depressão e esta será pior. É uma questão de dias antes que haja um derretimento completo do sistema financeiro global”. Um dos presentes perguntou: “E se não aprovarmos nada?” Paulson simplesmente respondeu: “Que o céu ajude a todos nós”. A conversa, realizada em 18 de setembro, em apenas 11 dias se transformaria em uma peça legislativa de 450 páginas, construída em velocidade recorde para um programa deste porte. O deputado Jeb Hensarling, do Texas, atropelado pelos fatos assim como seus colegas lembraria posteriormente de forma memorável a pressão do momento: “*You were being asked to choose between financial meltdown on the one hand and taxpayer bankruptcy and the road to socialism on the other and you were told do it in 24 hours*” (TOOZE, 2018, p. 182). O TARP foi recusado em uma primeira votação, porém os efeitos

---

<sup>72</sup> *Short-selling* é a prática de venda de uma ação que o investidor tomou emprestado, de forma que a operação gera lucro caso a ação diminua de valor. Em outras palavras, o investidor espera vender imediatamente a ação e recomprá-la posteriormente para devolvê-la a um custo mais baixo.

<sup>73</sup> Discutidas a seguir, na seção 2.8 Garantias.

desastrosos no mercado, com a maior queda acionária em único dia da história, destruindo US\$ 1,2 trilhões em valor de mercado, criaram as condições para uma votação vitoriosa dois dias mais tarde.

O plano original quando da negociação e aprovação no Congresso era de utilizar os recursos para a compra de ativos tóxicos limpando o balanço dos bancos, tanto que a estratégia ficou registrada no nome da lei: *Troubled Asset Relief Plan*. No entanto, Paulson, que até então defendera essa abordagem, dobrou-se aos argumentos que Bernanke e Geithner vinham fazendo (BERNANKE, 2015): a compra de ativos tóxicos seria complexa e lenta demais para conter a crise. Uma abordagem mais direta, e em linha com o que se via no resto do globo, seria adotada: injeção de capital nas grandes instituições financeiras. Aumentando o colchão de capital dos bancos, esses se tornariam mais resilientes aos choques futuros que a GCF traria. No entanto, o elemento essencial seria garantir que os mercados acreditassem que as instituições eram solventes e capazes de sobreviver à tempestade e, assim, seguissem merecedoras de crédito por parte dos agentes privados. Assim, a injeção de capital não era um ato que em si carregava recursos suficientes para estancar a crise. O fundamental era impedir uma corrida bancária, não na forma dos depositantes, mas dos seus credores.

No entanto, os termos nos quais essa injeção de capital ocorreu mais uma vez ficaram marcados pelo caráter emergencial e improvisado, com todo o programa sendo desenhado e finalizado em um final de semana. Nas palavras do próprio Geithner (2014, cap. 6, par. 98), a equipe teria que *“figure out the structure of the capital investments — what kind of capital, who would get it, how to price it, and so forth. This would be the most sweeping government intervention in the private markets since the 1930s, and we had two days to design it.”* E em dois dias o desenho foi feito.

Assim, em 14 de outubro de 2008 o Tesouro anunciou que US\$ 250 bilhões do TARP seriam destinados ao CCP (*Capital Purchase Program*). O programa consistia na compra de

ações sem direito a voto nas instituições bancárias. As ações não implicavam em qualquer participação nos conselhos das companhias, pagavam dividendos anuais de 5% nos quatro primeiros anos e posteriormente 9%<sup>74</sup> além de conceder ao governo o direito de comprar futuramente até 15% das ações ordinárias das empresas a preços do momento do aporte, de forma a recompensar o contribuinte pelo risco no caso de recuperação das ações. A adesão ao programa era voluntária, mas da mesma forma que fizera em relação à janela de descontos, o FED e o Tesouro usaram seu peso político para que os nove grandes bancos imediatamente aderissem o plano, o que ocorreu.<sup>75</sup> Estes bancos receberam coletivamente US\$ 125 bilhões.<sup>76</sup> Os bancos menores gradualmente também aderiram ao programa, num total investido pouco maior que US\$ 200 bilhões.

Os recursos do TARP também foram usados para injetar capital na AIG. Como os empréstimos iniciais feitos pelo FED se mostraram insuficientes, o pacote de apoio à empresa foi reformulado, e ainda o seria mais duas vezes. No total, o Tesouro chegou a um aporte máximo de quase US\$ 70 bilhões,<sup>77</sup> chegando a controlar 92% das ações ordinárias da AIG. Mesmo com o novo dinheiro do Tesouro, o FED também teve que expandir seu apoio, por meio de duas SPVs<sup>78</sup> que usaram empréstimos de cerca de US\$ 50 bilhões do FED para comprar os papéis problemáticos, limpando o balanço da empresa. Entre investimentos e empréstimos, o

---

<sup>74</sup> Uma taxa menor do que a de outros países que injetaram capital em seus bancos, como a Inglaterra. (MARSHALL, 2009)

<sup>75</sup> Tooze (2018, p. 197) relata os termos desta pressão: *“It was California’s Wells Fargo that forced the government side to show its hand. When Wells objected to bailing out New York banks, Paulson coolly pointed out that Wells Fargo was sitting opposite its regulator. If they did not take the capital on offer that afternoon, they would be notified the following morning that they were undercapitalized. They would find themselves locked out of capital markets. When they came back to Paulson for help, the terms would be less attractive than those available that afternoon.”*

<sup>76</sup> Citigroup, JPMorgan Chase e Wells Fargo receberam o máximo possível: US\$ 25 bilhões cada. Os demais grandes bancos deste grupo inicial eram Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, State Street e Bank of New York Mellon.

<sup>77</sup> Aporte de US\$ 40 bilhões em novembro de 2008 e mais cerca de US\$ 30 bilhões em março de 2009, quando o pacote de resgate foi novamente redesenhado.

<sup>78</sup> Maiden Lane II e Maiden Lane III.

montante aportado pelo governo americano na AIG, combinando suas diversas subsidiárias, chegou a U\$ 182 bilhões.

Além do CPP e da AIG, o Citigroup, em novembro de 2008, e o Bank of America, em janeiro de 2009, também precisaram de resgates adicionais e receberam novas injeções de capital com recursos do TARP. Em ambos uma estrutura similar foi usada: O governo aportou U\$ 20 bilhões em troca de ações não votantes, assim como no CCP, só que nestas operações com dividendos mais altos. Além disso, FED, Tesouro e FDIC coletivamente construíram um *ringfence* que limitava o potencial de perdas dos papéis mais tóxicos em posse das empresas.<sup>79</sup> Este instrumento isolou U\$ 306 bilhões do portfolio do Citi e U\$ 118 bilhões do portfolio do Bank of America.

Menos relevante para o sistema financeiro, mas de menção relevante pelo seu montante, o setor automobilístico recebeu também U\$ 80 bilhões do TARP.

## 2.8 Garantias

Em dois momentos críticos da GCF as garantias governamentais foram utilizadas de forma essencial, atuando sobre pontos específicos do sistema financeiro sob risco de corridas. O primeiro elo atacado por meio deste instrumento foram os *Money Market Funds*<sup>80</sup> - MMFs, uma indústria de U\$ 3 trilhões. São nos MMFs que não só investidores individuais, mas a tesouraria de grandes companhias, fundos de pensão e prefeituras optam por deixar parte

---

<sup>79</sup> No caso do Citi, o desenho do *ringfence* implicava que os primeiros U\$ 37 bilhões em perdas correriam por conta da empresa. 90% das perdas acima disto seriam assimiladas pelo governo de forma hierarquizada: o Tesouro por meio do TARP com os primeiros U\$ 5 bilhões e o FDIC com os seguintes U\$ 10 bilhões. Perdas adicionais seriam assimiladas por um empréstimo do FED. O *ringfence* do Bank of America era similar, alterando apenas os números: Perdas iniciais de até 10 bilhões sob responsabilidade do BoF e sequencialmente U\$ 7,5 bilhões para o Tesouro, U\$ 2,5 bilhões para o FDIC e, em última instância, um empréstimo do FED. As agências governamentais não tiveram perdas com o programa e o do Bank of America nem chegou a ser implementado de fato, com o banco pagando uma taxa para terminar o negócio antes de sua efetivação concreta. (BERNANKE, 2014)

<sup>80</sup> Como já apontado, os MMFs são fundos de investimento que simulam o funcionamento de uma conta bancária. Assim, o valor das cotas é fixado em U\$ 1 e os clientes podem emitir cheques e fazer depósitos como em uma conta bancária comum. Investindo os depósitos em ativos muito líquidos, como títulos do tesouro e papéis comerciais de alta qualidade, geram rentabilidade melhor que uma conta bancária.

significativa de suas disponibilidades financeiras. O Reserve Primary Fund, um dos maiores MMFs norte americanos, havia investido U\$ 785 milhões em papéis comerciais do Lehman e, com a bancarrota desse “*broke the buck*”, ou seja, determinou que cada cota passava a valer menos do que U\$ 1. Este anúncio do Reserve Primary Fund, além da deterioração das condições econômicas, provocou uma corrida contra os MMFs. No entanto, MMFs não são contas bancárias normais: sua regulação não era feita pelo FED e os fundos não têm acesso a janela de redescontos como anteparo de liquidez. Isto revelava mais uma vez o descompasso entre a estrutura regulatória, as redes de proteção vigentes e os desenvolvimentos do mercado financeiro moderno.

Para estancar a corrida contra os MMFs, o Tesouro fez o que Paulson (2010) considerou a ação do Tesouro mais relevante antes da aprovação do TARP: um programa de garantias para os MMFs. Utilizando recursos do ESF (*Exchange Stability Fund*), um fundo governamental criado ainda na época do padrão-ouro para proteger o valor do dólar, e que já fora criativamente usado na década de 90 para amenizar a crise mexicana de 94, o governo instituiu um programa de seguro tornando todos os depósitos vigentes até o dia de promulgação do programa 100% garantidos contra perdas. Em troca do benefício os MMFs pagaram um prêmio para o governo. Desta forma, criava-se um mecanismo de proteção aos *Money Markets Funds* nos mesmos moldes das garantias às contas correntes bancárias amplamente usadas no mundo e em vigor nos EUA desde o pós 29 por meio do FDIC. A garantia estabelecida pelo Tesouro estancou a corrida contra os MMFs, com um duplo benefício para o sistema: não havia uma percepção de perda de valor para os que tinham seu dinheiro aí investido e, simultaneamente, permitia que os MMFs seguissem com os títulos que compunham suas carteiras em portfolio, evitando sua venda em preços que acelerariam a espiral de queda.

Um segundo momento com atuação essencial das garantias se deu pelo FDIC.<sup>81</sup> No entanto, o alvo seria outro: os credores dos bancos. Com o pânico se alastrando após a falência do Lehman Brothers, todas as fontes de financiamento para o setor bancário estavam secando. Disparava-se assim o típico comportamento de manada das corridas bancárias, só que agora por emprestadores institucionais e não depositantes clássicos. Aqui, no entanto, surgiu um impasse: Se Bernanke, Paulson e Geithner constantemente estiveram mais do que dispostos a agir, Sheila Bair, a presidente do FDIC, sempre assumiu uma postura mais reticente e exaustivas negociações foram necessárias para se costurar um acordo em que o FDIC aceitasse usar os recursos do seu fundo para garantir as dívidas bancárias. Este impasse é um relevante lembrete de que a resposta à GCF não foi de forma alguma uma ação concertada e organizada do Estado segundo premissas e planos previamente consensuados, mas sim um conjunto de ações altamente dependente de visões particulares daqueles que estavam à frente das instituições, improvisadas no calor do momento.

Ao menos pelas memórias de Paulson (2010), o que finalmente convenceu Bair foram os desenvolvimentos na Europa: com os estados europeus disponibilizando garantias após a bancarrota do Lehman, os EUA corriam o risco de serem o único dos grandes centros a não contarem com tais garantias e assim ficariam sob ameaça de uma fuga massiva de capitais. Assim, chegou-se a um acordo não tão generoso com o setor bancário como Paulson, Geithner e Bernanke desejavam; nele, o FDIC garantiu novas dívidas emitidas pelos bancos comerciais e também pelas suas holdings. Ficaram fora as dívidas antigas e também dívidas emitidas pelas subsidiárias *broker-dealers* das *holdings* bancárias. *Haircuts*, ou seja, perdas para os credores caso as garantias fossem acionadas, fortemente defendidos por Bair (2014) durante as negociações, também ficaram fora do acordo final. De todo modo, as garantias para as novas

---

<sup>81</sup> Para um relato detalhado, ver FDIC (2017)

dívidas permitiam aos bancos renovar os créditos que venceriam a um custo não exorbitante, pois sem as garantias o custo de se emprestar para os bancos havia explodido.<sup>82</sup>

As garantias foram apresentadas para os presidentes dos grandes bancos na mesma reunião em que o CPP, programa de injeção de capital, foi anunciado. Mais do que isso, eles foram apresentados na forma de um pacote: para desfrutar das garantias novas que o governo ofereceria, os grandes bancos tiveram que aceitar a injeção de capital proposta pelo governo. Em conjunto, as medidas seriam importantes para garantir a solvência e liquidez do sistema.

## 2.9 Testes de *Stress*

Judge (2016, p. 15) relembra os escritos de Calomiris e Gorton (1991), apontando:

“uma vez que o pânico toma conta, apenas a provisão de liquidez não será suficiente para acabar com o pânico. [...] os mercados apenas irão voltar a um funcionamento saudável uma vez que uma fonte com credibilidade, como o governo ou uma *clearing house* ofereça informações aos participantes de onde está a fraqueza”.

A observação captura com exatidão o importante papel que os testes de stress tiveram para normalizar os mercados nos EUA. A ideia dos testes não era nova - sistematicamente os órgãos reguladores e os próprios bancos internamente faziam exercícios de risco para avaliar como se comportariam seus ativos em situações adversas. O elemento novo era o escopo da tarefa: avaliar todas as instituições financeiras sistemicamente importantes<sup>83</sup> sob os mesmos critérios e considerando a integralidade de seus ativos e passivos.

O teste seria feito com um horizonte de dois anos, e com base em dois cenários: um cenário padrão, derivado do consenso corrente no mercado sob as perspectivas financeiras e econômicas, e um segundo cenário com condições significativamente piores do que as previstas pelo mercado. O exercício se aproveitava de um ângulo de análise importante para frear a

---

<sup>82</sup> Além da garantia das dívidas novas emitidas pelos bancos, também foram garantidas as contas correntes empresariais, evitando uma fuga destes valores.

<sup>83</sup> Fizeram parte do exercício as 19 maiores bank holding companies dos EUA, que eram as instituições com mais de US\$ 100 bilhões em ativos. Juntas elas controlavam dois terços dos ativos e metade dos empréstimos no setor bancário norte-americano. (BERNANKE, 2014)

corrida bancária: as perdas eram calculadas usando uma estimativa, ainda que imperfeita, do valor de longo prazo dos ativos que naquele momento específico apresentavam baixíssima liquidez, ou seja, considerava que os bancos ficariam com estes papéis até seu vencimento. Isso fazia com que a análise fugisse dos preços de venda desesperada que os ativos apresentavam naquele momento e potencialmente sinalizaria ao mercado que os bancos tinham papéis viáveis em suas mãos.

A mandatória injeção de capital incorporada ao programa era, no entanto, seu complemento ideal: os resultados deveriam mostrar quanto capital os bancos precisariam ter para sobreviver ao cenário mais adverso. Caso não possuíssem capital suficiente, teriam 6 meses para captar capital privado e preencher o *gap* existente. Caso não conseguissem, o Tesouro, com recursos do TARP, faria a injeção de capital. A existência deste *backstop* por parte do Tesouro forneceu ao mercado a tranquilidade de que os bancos teriam capacidade de absorver futuras perdas.<sup>84</sup>

Uma análise como essa é extremamente complexa, e isso pode ser representado pela equipe envolvida: mais de 150 profissionais acionando equipes ainda mais numerosas dentro de cada um dos bancos, num exercício que buscava encontrar plausibilidade e consistência nos números. A tarefa tomou 10 semanas, com os testes sendo anunciados em fevereiro e seus resultados divulgados em 7 de maio de 2009. Um dos maiores riscos do plano, no entanto, era justamente esta janela entre o anúncio e a divulgação dos resultados: por definição este seria um período de excepcional incerteza. Por semanas os acionistas não saberiam quanto capital as empresas necessitariam e, caso os preços das ações caíssem muito, eles poderiam ser completamente diluídos com as novas injeções de capital. Isso em si poderia criar uma profecia auto-realizável de fuga contra as ações. Esses riscos foram minimizados com uma medida

---

<sup>84</sup> A descrição do programa e seus resultados está baseada além de Geithner (2014) em BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (2009a, 2009b).

pouquíssimo debatida à época: o preço que o Tesouro pagaria pelas ações no caso de injeção de capital teria como referência o preço das ações no momento de divulgação do plano e não no momento da divulgação dos resultados, numa ação internamente apelidada de *Geithner Put*. (GEITHNER, 2014).

Como já mencionado, Geithner batizou seu livro de memórias da GCF como *Stress Test*, numa sutil referência de que ele fora o grande defensor do programa. Para Geithner, um dos seus grandes méritos é que ele poderia maximizar o uso dos recursos do TARP, já que os U\$ 700 bilhões do programa vinham sendo consumidos de forma acelerada. Com U\$ 250 bilhões para o CPP, U\$ 70 bilhões para a AIG, U\$ 20 bilhões para Citigroup, U\$ 20 bilhões para Bank of America, U\$ 20 bilhões para o PPIP e U\$ 80 bilhões para a indústria automobilística, o Tesouro possuía apenas mais U\$ 240 bilhões livres. Nesse sentido, os testes de *stress* constituíam um desenho que minimizava desembolsos, já que somente os bancos que realmente precisassem de capital e que não conseguissem investidores privados receberiam. Por outro lado, havia um grande receio de que os testes apontassem um buraco de capital impossível de ser preenchido - neste caso, ou os testes teriam que afrouxar suas premissas - minando sua credibilidade, ou disparariam o verdadeiro *armageddon*.<sup>85</sup>

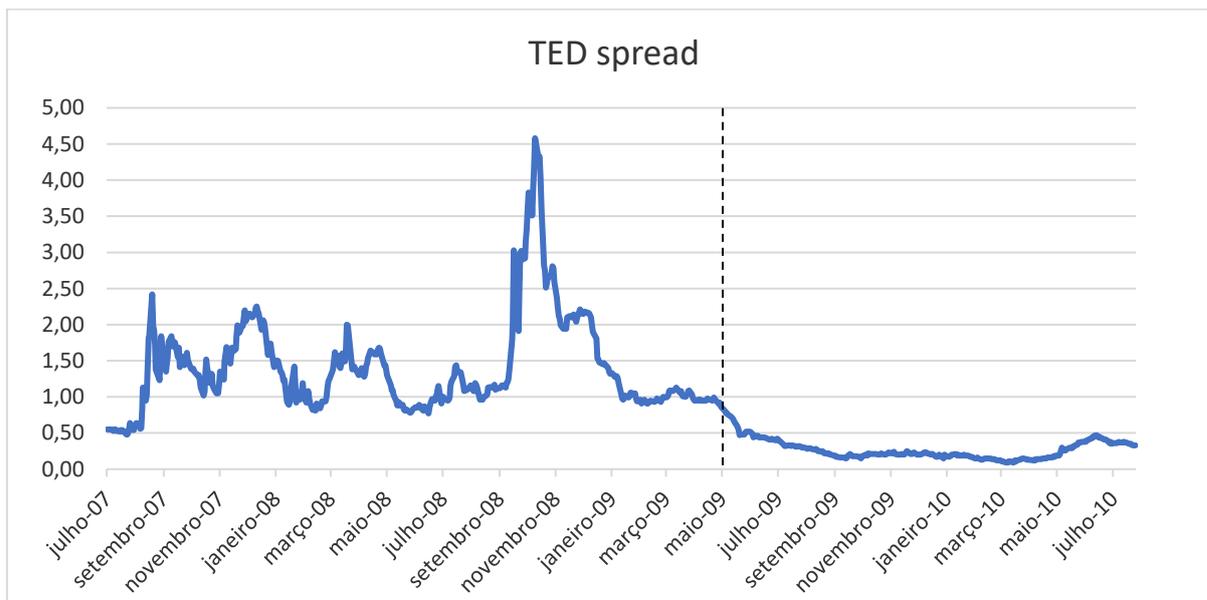
No entanto, as injeções prévias de capital governamental por meio do CPP, as injeções de capital privado que várias firmas haviam assegurado nos meses anteriores e os vastos programas de liquidez se mostraram razoavelmente suficientes. A maior parte dos bancos testados mostrou-se adequadamente capitalizada ou próximo disto, com os montantes a serem captados dentro de ordem de magnitude razoável. A divulgação dos testes foi feita de forma bastante transparente e detalhada e como os critérios adotados foram lidos pelo mercado

---

<sup>85</sup> Larry Summers, por exemplo, acreditava que o segundo cenário era o mais plausível (GEITHNER, 2014) e era uma voz contundente no círculo interno do Governo Obama contra a implementação do Programa.

como satisfatoriamente pessimistas, os testes de stress de fato forneceram ao mercado uma visão mais clara da situação.

Com isso, nos seis meses de janela de investimento privado nove bancos levantaram U\$ 77 bilhões em capital adicional e apenas um precisou de investimento governamental: O GMAC, braço financeiro da General Motors, que recebeu U\$ 3.8 bilhões. Como mostra a figura 13, a percepção de risco dos bancos observada por meio do Ted Spread gradualmente se reduziu após a divulgação dos resultados. Assim, os testes de *stress* constituíram uma ferramenta essencial para combater o pânico da GCF e gradualmente uma certa normalidade dos mercados foi obtida.



**Figura 13: Evolução do TED Spread entre julho de 2007 e julho de 2010**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – série TEDRATE. A linha pontilhada indica a data de divulgação dos resultados do teste de *stress*.

## 2.10 Compra de ativos em larga escala

Em novembro de 2008 o FED deu o primeiro passo em uma nova linha de ação no combate à crise. Sua preocupação imediata era o mercado imobiliário (BERNANKE, 2015): o governo já havia colocado Fannie Mae e Freddie Mac sob intervenção federal, mas as incertezas sobre o mercado seguiam impedindo os investidores de retomarem a compra de ativos lastreados em hipotecas. Mais do que isso, em busca de liquidez, diversas instituições

financeiras seguiam vendendo seus MBS. Tais ações dificultavam o refinanciamento de antigas hipotecas e originação de novas, além de aumentar os *spreads* no mercado. Assim, o FED considerou necessário tomar ações para reativá-lo e, para isso, anunciou que faria a compra de U\$ 500 bilhões de MBS garantidos pelas GSEs e U\$ 100 bilhões de títulos emitidos pelas GSEs. Para os padrões do FED antes da GCF, a ação era absolutamente inovadora, já que o FED não mantinha em seu balanço este tipo de ativo. A resposta nesses mercados foi veloz, com o *spread* entre os MBS emitidos pela Fannie Mae e Freddie Mac e títulos do Tesouro de longo prazo caindo 65 pontos-base minutos após o anúncio dos planos do FED. Neste momento, as compras eram esterilizadas, ou seja, títulos do Tesouro eram vendidos no mesmo montante dos títulos comprados.

O programa foi ampliado 4 meses mais tarde, expandindo a compra de MBS em mais U\$ 750 bilhões, as compras de dívidas das GSEs em U\$ 100 bilhões e introduzindo também a compra de U\$ 300 bilhões em títulos do Tesouro com maturidade mais longa, desta vez sem esterilização, ou seja, implicando em uma expansão do balanço do FED. Se a compra de MBSs e títulos das GSEs buscava fomentar o mercado imobiliário, a compra de títulos do Tesouro de prazo alongado estava ligada à leitura que o FED fazia da necessidade de se reativar os mercados de títulos privados. Bernanke (2015), inclusive aponta que sua preferência era que o FED comprasse diretamente títulos privados, mas nos EUA isso não é permitido sem que o FED invoque a cláusula excepcional da seção 13(3).

Assim, para fomentar o mercado privado, o FED contava com o impacto indireto da compra de títulos alongados do Tesouro atuando por meio de dois mecanismos indiretos de transmissão. O primeiro entendia que as compras do FED tendiam a reduzir as taxas de juro dos títulos do Tesouro de mais longo prazo. Como as taxas de juros dos títulos privados consiste em um *spread* entre o risco da empresa privada e os títulos vistos como *risk-free* do Tesouro, a redução da taxa base acaba por se traduzir também em uma redução na taxa cobrada das

empresas. O segundo mecanismo seria o deslocamento dos investidores: como as compras do FED reduzem a disponibilidade de títulos do Tesouro no mercado, os investidores são empurrados para os títulos privados.

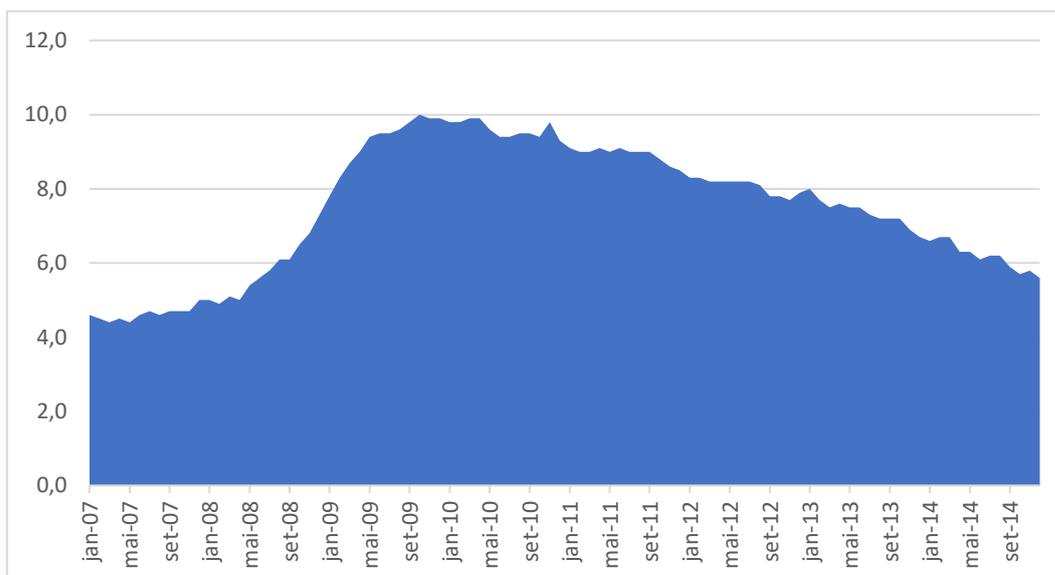
Estas compras de MBS, dívidas das Fannie Mae e Freddie Mac e os títulos do Tesouro ficaram conhecidos como *quantitative easing*, ou muitas vezes QE1, por se tratar da primeira rodada destas compras.<sup>86</sup> O nome, no entanto, foi cunhado pela imprensa especializada a partir de experiência similar realizada pelo Banco Central do Japão no início dos anos 2000 e a alcunha foi sempre combatida pelo FED: em discursos (BERNANKE, 2009), artigos e até mesmo em reuniões internas do FOMC (FOMC, 2008), o termo preferido era *credit easing* ou LSAPs (*Large Scale Asset Purchases*), e sempre que possível as distinções entre as políticas japonesas e norte-americanas eram destacadas, até mesmo em função das políticas japonesas serem vistas, em geral, como fracassadas. O argumento para a distinção entre as políticas era sucinto: o QE japonês seria focado em gerar extrema liquidez aos bancos, na expectativa de que isso incentivasse novos empréstimos. Assim, o crescimento das reservas dos bancos seria o objetivo direto da ação, criando folga nos balanços para a ampliação do crédito. O *credit easing* americano tinha como alvo mercados de crédito específicos que precisavam de suporte para normalização. Com isso, o foco era a retomada desses mercados pontuais e a criação das reservas bancárias era um subproduto da política e não seu centro. Dessa forma, assim como os novos instrumentos de liquidez apoiaram certos mercados (os papéis comerciais por meio do AMLF e do CPMF e outros títulos baseados em ativos por meio do TALF), com o *credit easing* seriam apoiados o mercado imobiliário e o de títulos privados. O argumento é válido, especialmente no que diz respeito ao mercado hipotecário, mas soa menos convincente no que se refere às compras de títulos do Tesouro. E, como apontam Fawley e Neely (2013), as

---

<sup>86</sup> Para uma boa visão introdutória ver JOYCE et al. 2012. Para um ótimo balanço das diferentes fases, ver HALDANE et al. 2016.

diferenças derivam também dos diferentes sistemas financeiros nacionais, com o japonês fortemente centrado nos bancos e o norte-americano com maior relevância do mercado de títulos privados.

O QE1, assim como todas as demais medidas discutidas até aqui neste capítulo, tinha caráter emergencial: buscava interromper o ciclo de derretimento financeiro. Encaixavam-se no duplo mandato do FED, controlar a inflação e promover o emprego, ainda que de forma indireta: um colapso financeiro acabaria por frear a atividade econômica, aumentando o desemprego. No entanto, com as labaredas do pânico já razoavelmente controladas, as políticas de *quantitative easing* foram retomadas a partir de uma preocupação mais evidente com o nível de atividade econômica em geral. Tal preocupação se acentuava a medida que os indicadores da economia real iam se deteriorando com a crise, como evidencia a figura 14, onde é possível observar a rápida ascensão do desemprego e sua queda extremamente lenta. Uma ação monetária tão agressiva também precisa ser entendida como uma forma de compensar uma política fiscal insuficiente. O pacote de estímulo fiscal do governo Obama possivelmente foi menor do que o necessário e encerrado antes do ideal (GEITHNER, 2014), como consequência de tensões políticas entre democratas e republicanos que levavam a um bloqueio de ações no Congresso.



**Figura 14: Evolução da taxa de desemprego nos EUA**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – série UNRATE

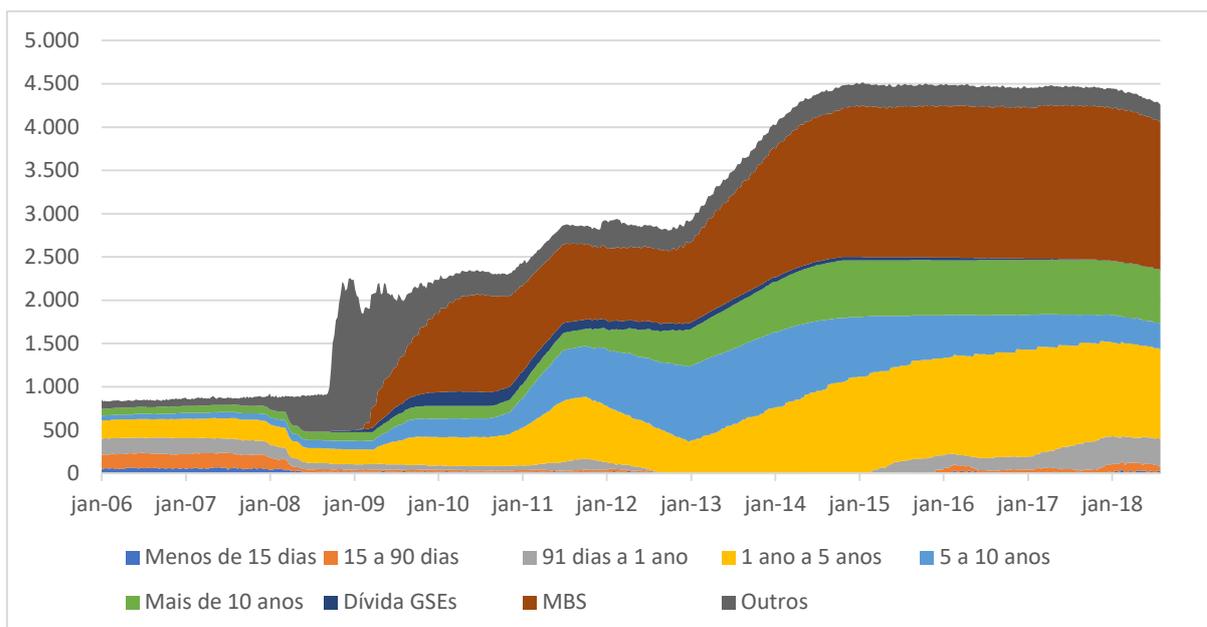
Sem poder recorrer à taxa de juros, já no nível zero, a opção do FED foi de ampliar os programas de *quantitative easing*, que haviam se encerrado em março de 2010. Assim, em novembro daquele ano, com a fase aguda da GCF já superada, foi anunciado o que se cunhou QE2, com o anúncio da compra até o meio de 2011 de mais US\$ 600 bilhões em títulos do Tesouro de longo prazo. O foco específico no mercado imobiliário foi retirado e o programa passava a se assemelhar mais ao desenho japonês, embora isso não fosse reconhecido pelas autoridades. Em setembro de 2011 uma nova fase ligada aos programas de QE seria anunciada: a chamada *Operation Twist*. A ideia do FED era diminuir as taxas de juros de longo prazo por meio da venda de títulos do Tesouro de maturidade mais curta, com vencimento em menos de três anos, e compra de Títulos de maior maturidade, entre 6 e 30 anos. No processo, US\$ 400 bilhões de títulos no portfólio do FED tiveram sua maturidade ampliada.

Tooze (2018) mais uma vez ressalta a dimensão global da crise e da ação do FED, apontando que a partir do QE2 os bancos mais diretamente envolvidos foram os europeus e não os americanos: a partir de novembro de 2010 há uma relação praticamente de 1 para 1 entre a expansão dos ativos do FED e a expansão das reservas de bancos não americanos no FED. Para se compreender esse movimento, é preciso lembrar que a Europa entrava numa segunda rodada

da crise, a crise do Euro, disparada pelas dúvidas sobre a capacidade dos países da periferia europeia de honrar seus compromissos. Assim, o que os bancos europeus faziam era se proteger da crise que novamente ganhava corpo na Europa, trocando seu portfolio de ativos norte-americanos por liquidez na forma de depósitos em reserva. No entanto, reservas que ficavam guardadas no FED, o guardião de fato da estabilidade financeira global, e não no Banco Central Europeu.

Por fim, a última rodada de *quantitative easing* foi lançada em setembro de 2012. O QE3 era um processo aberto: o FED anunciou que compraria até U\$ 40 bilhões mensalmente em MBS enquanto julgasse necessário. Desta forma, o foco no mercado imobiliário mostrado no QE1 era retomado. Além disso, poucos meses depois o FED anunciou que assim que *Operation Twist* se concretizasse, passaria a comprar até U\$ 45 bilhões mensais em títulos do Tesouro de mais longa duração. Aliás, a *Operation Twist* necessitou ser encerrada por razões práticas: o FED já não possuía mais títulos do Tesouro de curta maturidade para vender.

Essas três rodadas de *quantitative easing* transformaram o portfolio do FED, como mostra a figura 15. Seu balanço se multiplicou por quatro e os maiores responsáveis foram as MBS. Simultaneamente, o prazo dos títulos do Tesouro foi alongado. Mais do que isso, ao comprar os ativos de longo prazo, tendo como contrapartida o aumento das reservas depositadas, o que o FED fez foi absorver em seu balanço o descasamento de maturidade que esteve no coração da GCF (TOOZE, 2018). Esse é um ponto que merece ser destacado e reforçado, pois o FED passava a ocupar um papel inédito no sistema financeiro global, cumprindo uma função até então somente ocupada pelos atores privados. O sistema passava a contar cada vez mais com o FED para fazer a transformação de maturidade tão característica do setor financeiro.



**Figura 15: Evolução de ativos do FED - Títulos do Tesouro de diferentes maturidades, dívidas das GSEs, MBS e Outros em bilhões de dólares**

Fonte: Federal Reserve Economic Data – séries TREAS15, TREAS1590, TREAS911Y, TREAS1T5, TREAS5T10, TREAS10Y, FEDDT, WSHOMCB e WALCL.

Inevitavelmente, um dos debates mais intensos a respeito da política monetária nos EUA desde então<sup>87</sup> tem sido a respeito da eventual normalização do balanço do FED. Formalmente, o FOMC começou a debater o tema ainda no início de 2014, publicando ao final daquele ano princípios e planos que guiariam esta política (BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2014). Desde então, a política tem sido testada e aprimorada, num processo lento e gradual.

## 2.11 Outras ações

Apresentou-se nas diferentes seções deste capítulo as principais medidas tomadas pelos diferentes órgãos do governo norte-americano em resposta à GCF. A lista, no entanto, não é exaustiva e buscou-se privilegiar as medidas mais relevantes no enfrentamento da crise assim como aquelas que possuem um potencial maior impacto no desenho do sistema financeiro, em

<sup>87</sup> Ver, por exemplo, NOMURA (2017).

linha com a proposta de pesquisa deste trabalho. Ainda assim, algumas das frentes adicionais de enfrentamento são brevemente comentadas a seguir.

Os devedores que não conseguiam pagar suas hipotecas e eram despejados de suas casas foram alvo de constante preocupação do sistema político durante a crise, até mesmo pela sua relevância eleitoral. Diversos programas foram criados para tentar reequilibrar as hipotecas e evitar os despejos: *Hope Now*, *Hope for Homeowners* (H4H), HARP e HAMP são apenas alguns exemplos. No entanto, todos tiveram sucesso, no máximo, moderado.

A preocupação com a economia como um todo também levou aos pacotes fiscais. Ainda no governo Bush, foi aprovado o *Economic Stimulus Act of 2008*, um pacote de U\$ 152 bilhões que consistia especialmente em devoluções de impostos para cidadãos de baixa renda. No Governo Obama foi promulgado o *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, com valor total de U\$ 787 bilhões.

Por fim, cabe ressaltar que em diferentes momentos da crise, múltiplas exceções regulatórias foram criadas para permitir que certas operações pudessem acontecer. Bancos de investimento, como a Goldman Sachs e Morgan Stanley, optaram no decorrer da crise por se converter em *banking holding companies* e assim serem regulados, e assistidos, pelo FED. Dessa forma, a GCF deu fim à era dos grandes bancos de investimento funcionando à margem da regulação do FED. Além disso, fusões e aquisições como as compras do Wachovia, do Washington Mutual, Merrill Lynch e Bear Stearns também só puderam ocorrer graças à exceções regulatórias emergenciais.

## **2.12 Resumo da ação emergencial**

Observando em perspectiva, é difícil não se impressionar com o escopo e amplitude das ações tomadas pelo governo norte-americano na gestão da crise. Após um início vacilante, o governo norte-americano encontrou caminhos em meio a um delicado equilíbrio político para

colocar o peso total do Estado na missão de evitar o colapso do sistema financeiro global. Como não é raro acontecer, uma das melhores observações sobre a ação do Estado é a de um observador externo, Gao Xiging, então gestor do fundo soberano chinês.

*Over recent months, Gao Xiqing remarked, the world had watched as America, after months and months of struggling with your own ideology, with your own pride, your self-righteousness,” had finally applied “one of the great gifts of Americans, which is that you’re pragmatic. The Fed and the Treasury had intervened on a massive scale to stabilize the financial economy, so now, Gao quipped, when the Chinese looked to the United States, what they saw was not capitalist democracy, but “socialism with American characteristics. (TOOZE, 2018, p. 240)*

Provocações ideológicas à parte, Gao Xiging anuncia: o Estado foi pragmático e agiu. A taxa de juros foi reduzida a zero e por ali se estacionou por um longo período. O FED abandonou suas ortodoxias e inaugurou um grande número de programas por meio do qual se inseriu diretamente nos mecanismos do sistema financeiro baseado no mercado de capitais, conectando-se aos elos do *shadow banking system* e estendendo amplamente sua rede de proteção, com notável disponibilidade para acomodar também os bancos internacionais. Mais do que isso, firmou as inovadoras linhas de *swap* internacionais, efetivamente posicionando-se como o emprestador em última instância do mundo. Gigantescas instituições financeiras à beira da falência, como o Bear Stearns e AIG foram resgatadas e dívidas bancárias e os ativos dos *money market funds* foram garantidos. As *too-chinese-to-fail* GSEs realmente não faliram, e passaram a ser efetivamente organismos estatais. E os bancos privados também receberam aportes do governo, numa intervenção inimaginável meses antes no país que se via, e se vendia, como bastião do livre mercado. Os bancos abriram de forma inédita seus livros para testes de *stress* conduzidos não por um sempre vigilante mercado, mas por um Estado que se tornava informalmente uma agência de *rating* por excelência. E como se não bastasse, o FED explodiu seu balanço, assumindo o papel concreto de financiador de papéis de longo prazo. Vista em conjunto, é uma lista impressionante de intervencionismo estatal em resposta à uma crise fomentada no mundo da não regulamentação.

No entanto, no espírito deste trabalho, o que mais nos interessa é o impacto dessas ações no desenho do sistema após a GCF. A maioria desses instrumentos tinha, ao menos em princípio, uma visão apenas de curto prazo: ajudar a resolver os problemas que a economia norte-americana e mundial sofria naquele momento. Entretanto, como não poderia deixar de ser, muitas dessas ações têm reverberações no decorrer do tempo e assim ajudaram a moldar um sistema financeiro internacional distinto daquele pré-crise.

Assim, um último aspecto das respostas mais emergenciais à GCF precisa ser abordado: até quando se estenderam cada uma das ações. Tal ponto é apresentado na tabela 2 a seguir, que também oferece uma visão geral de todos os programas criados, permitindo uma visão comparativa de seu início e montante máximo comprometido. Os números da tabela 2 são também destacados na figura 16, que oferece uma melhor visualização das principais informações da tabela.

Antes, uma ressalva essencial: os números apresentados na tabela e na figura precisam ser comparados com muitíssimo cuidado, pois se tratam de realidades absolutamente diferentes, podendo se tratar de naturezas muito distintas, já que alguns são empréstimos, outros aportes de capital e assim por diante.

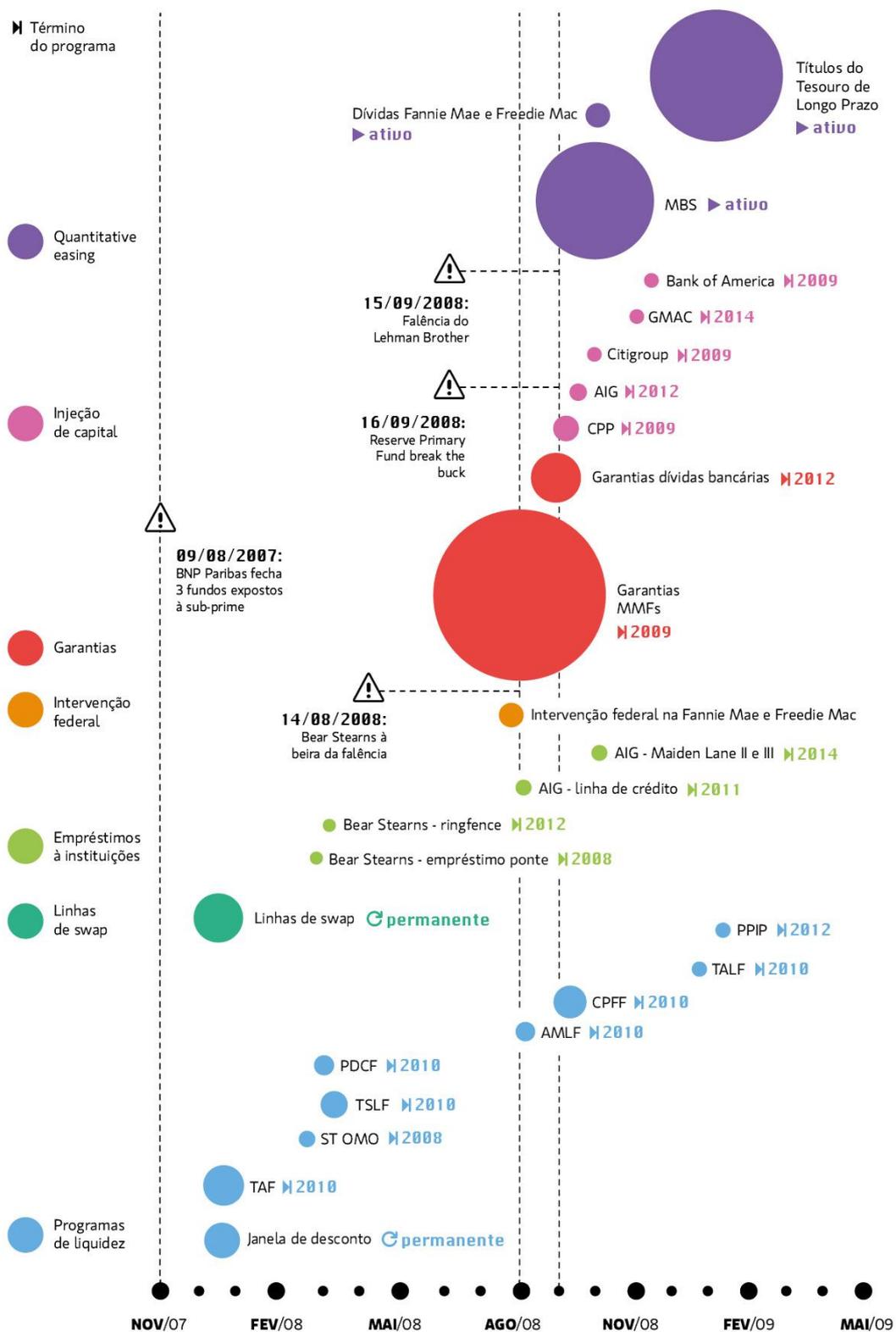
**Tabela 2: Resumo dos programas emergenciais implementados pelo Estado norte-americano em resposta à GCF**

Fonte: Federal Deposit Insurance Company (2015), Felkerson (2011), Frame et al. (2015), Geithner (2014), Webel (2011), Webel e Canis (2015), Wilson (2013) e *Release H.4.1 - Factors Affecting Reserve Balances* do FED

**Figura 16: Resumo dos programas emergenciais implementados pelo Estado norte-americano em resposta à GCF**

Fonte: Federal Deposit Insurance Company (2015), Felkerson (2011), Frame et al. (2015), Geithner (2014), Webel (2011), Webel e Canis (2015), Wilson (2013) e *Release H.4.1 - Factors Affecting Reserve Balances* do FED.

Iniciativas	Máximo valor em aberto	Transações totais	Início	Término	Observações
Janela de desconto	403 bilhões		permanente	permanente	
TAF	493 bilhões	3,8 trilhões	17/12/2007	11/03/2010	
Short term repurchases	80 bilhões	855 bilhões	07/03/2008	30/12/2008	
TSLF	236 bilhões	2 trilhões	27/03/2008	01/02/2010	
PDCF	147 bilhões	9 trilhões	17/03/2008	01/02/2010	
AMLF	152 bilhões	2,17 bilhões	22/09/2008	01/02/2010	
CPFF	348 bilhões	737 bilhões	27/10/2008	01/02/2010	
TALF	48 bilhões	71 bilhões	01/03/2009	30/06/2010	Novos empréstimos puderam ser originados até junho de 2010, sendo o último empréstimo pago em Outubro de 2014
PP/P	19 bilhões		23/03/2009	31/12/2012	Os últimos investimentos foram feitos ao final de 2012 e os mesmos foram encerrados nos anos seguintes
Swap lines					As linhas de swap internacional, quando criadas, contavam com datas de encerramento que foram sequencialmente postergadas. Em outubro de 2013 anunciou-se que as mesmas passavam a ser permanentes com o Banco Central Europeu, Inglês, Suíço e Japonês. As linhas com os demais países foram encerradas em 2010.
Bear Stearns - empréstimo ponte	583 bilhões	10 trilhões	12/12/2007	permanentes	
	12,9 bilhões	12,9 bilhões	14/03/2008	17/03/2008	
Bear Stearns - Maiden Lane (ringfence)	28,8 bilhões	28,8 bilhões	16/03/2008	15/11/2012	
AIG - linha de crédito	90 bilhões	940 bilhões	16/09/2008	14/01/2011	O empréstimo foi integralmente pago em 2012 porém alguns ativos residuais seguem em carteira gerando retornos para o FED.
AIG - Maiden Lane II e III	43,8 bilhões	43,8 bilhões	26/11/2008	12/11/2014	
Intervenção federal na Fannie Mae e Freddie Mac	187 bilhões		06/09/2008	ativo	
CPP	205 bilhões		28/10/2008	31/12/2009	Após os investimentos terem sido realizados até 2009, gradualmente o Tesouro vendeu suas participações e direitos de compra. Participações residuais (US\$ 50 milhões) seguem em aberto. (CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE, 2018)
AIG	67,8 bilhões		10/11/2008	31/12/2012	
Citigroup	20 bilhões		23/11/2008	23/12/2009	
Bank of America	20 bilhões		16/01/2009	10/12/2009	
GMAC	17,2 bilhões		29/12/2008	31/12/2014	
MBS	1 trilhão e 780 bilhões		25/11/2008	ativo	A partir de 06/12/2013 o FED diminuiu seu ritmo de compras, o que ficou conhecido como Taper Tantrum. Em 7/10/2014 encerrou QE3, mas os ativos seguem em seu balanço. A partir daí, um longo debate sobre a normalização do seu balanço, com a eventual venda dos ativos se seguiu.
Dívidas Fannie Mae e Freddie Mac	169 bilhões		25/11/2008	ativo	
Títulos do Tesouro de Longo Prazo	2 trilhões e 51 bilhões		18/03/2009	ativo	Calculado como diferença entre portfólio do Tesouro com mais de 1 ano de maturidade no ponto mais alto pós GFC e o portfólio em Janeiro de 2008



Como se observa, diversos dos programas estabelecidos durante a GCF foram encerrados rapidamente: esse é o caso dos novos instrumentos de janela de liquidez e os empréstimos e injeções de capital. Assim, essas são iniciativas que, se por um lado pouco impactam a nova estrutura do sistema financeiro, por outro são relevantes ao revelar o tipo de esforço que o governo norte-americano esteve disposto a fazer no auge da crise. Mais do que isso, foram experiências que ajudaram a iluminar o processo de debate regulatório que se seguiria. Outras iniciativas não foram encerradas, como é o caso da intervenção federal na Fannie Mae e Freddie Mac. Diversas tentativas foram discutidas sobre a reforma das mesmas e conseqüentemente do arcabouço de apoio ao setor imobiliário nos EUA, mas sem sucesso. Apesar disso, seu funcionamento atual não segue tão distante do que era no período pré-crise.

Já a maior parte dos outros dispositivos sem dúvida reverberam sobre o futuro e de alguma forma modificaram a arquitetura do sistema. As linhas de *swap* internacionais, inicialmente criadas junto dos novos instrumentos de liquidez agora encerrados, se tornaram um novo dispositivo permanente do sistema financeiro internacional, ao menos nas conexões entre o FED e os Banco Centrais da Europa, Canadá, Inglaterra, Japão e Suíça. A taxa de juros, que atingiu o ponto zero em dezembro de 2008 assim seguiu até dezembro de 2015. Desde então, o FED vem realizando uma subida gradual da taxa, mas as implicações sobre os 7 anos com taxa zero ainda subsistem. Por fim, o impacto da massiva política de compra de ativos que foi o *quantitative easing* sem dúvida segue como um desafiador legado da GCF.

Avaliar as transformações do sistema monetário e financeiro internacional decorrentes destas ações dependem, no entanto, de uma avaliação que também considere as mudanças estruturais, especialmente regulatórias, introduzidas pelo governo norte-americano nos anos pós crise. Assim, a análise dos impactos estruturais sobre o sistema financeiro das ações descritas neste capítulo será debatida posteriormente, no capítulo 4 deste trabalho e já integrada

aos impactos decorrentes da ação do Estado norte-americano também como arquiteto do sistema.

## CAPÍTULO 3 - O ESTADO COMO ARQUITETO

### 3.1 Visão geral da resposta regulatória

Uma crise tão severa como a disparada pelos eventos de 2007 e 2008 inevitavelmente fomenta anseios de mudança e transformação. Aliás, Rahm Emanuel, chefe de gabinete do Presidente Obama, notoriamente reforçava este ponto pelos corredores da Casa Branca repetindo o mantra: “*You never let a serious crisis go to waste.*” (GEITHNER, 2014) O ponto crítico, no entanto, seria definir o sentido que esta transformação teria. Em seu livro de memórias sobre a crise, Bernanke (2015, cap. 20, par. 1) escreve:

*Even as the fires of the financial crisis continued to rage, we were thinking ahead to what would need to be done after the flames burned low. The questions were both difficult and consequential: What should the new financial system, built on the ashes of the old, look like? Could we prevent future financial crises? Or, more realistically, what could we do to ensure that future crises would be arrested before they burned out of control?*

O trecho, retirado da abertura do capítulo sobre a reforma do sistema financeiro, é aparentemente banal, consistindo em três perguntas retóricas sobre o futuro do sistema financeiro internacional, artifício típico de um parágrafo inicial em um longo texto. Porém, analisada com cuidado ela revela de forma irônica o espírito que alimentaria a reforma. A grandiloquência da primeira pergunta “*What should the new financial system, built on the ashes of the old, look like?*” não mais do que algumas palavras depois rapidamente se transforma em “*what could we do to ensure that future crises would be arrested before they burned out of control?*”. Assim seria com o processo de reforma do sistema: das enormes expectativas de se reconstruir um novo sistema sobre as cinzas do anterior<sup>88</sup> para um foco no controle de danos quando uma crise se desenrolasse. Tampouco deixa de ser reveladora a imagem que Bernanke escolhe para a derradeira pergunta: *crises that burn out of control*. Queimar! O combate à GCF

---

<sup>88</sup> Por um curto período essa foi uma perspectiva dominante na opinião pública e vocalizada por diversas lideranças políticas. Um ótimo exemplo é o discurso do presidente francês Sarkozy dias após a falência do Lehman: “*the idea that the markets were always right was mad . . . laissez-faire is finished. The all-powerful market that always knows best is finished.*” (TOOZE, 2018, p. 72)

foi uma operação de bombeiros apagando um incêndio e bombeiros operando com ferramentas improvisadas para isso, com Bernanke na liderança do pelotão. A resposta regulatória à crise também seria em grande medida uma tentativa de diminuir o grau de improviso na resposta à futuras crises.

A forma pela qual se chegou a essa visão, no entanto, precisa ser melhor entendida. O espaço central desta resposta se dá no legislativo, com as discussões e aprovação da *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, promulgado em 21 de julho de 2010, pouco menos de dois anos após o auge da crise. Como uma resposta do Congresso, seu processo de construção sofre dos méritos e dificuldades característicos do processo legislativo. Na mesma medida em que é democrático, com os representantes escolhidos pelos milhões de eleitores norte-americanos tendo o mesmo direito ao voto, ele é também pautado pelo interesses e enorme influência dos lobbys. Também do mesmo modo que se alimenta do conhecimento especializado de centenas de *staffers* com amplo conhecimento das complexas minúcias de um setor financeiro hipertrofiado e também de relatórios e recomendações de agências governamentais como o FED, FDIC e SEC, também é um processo poroso ao jogo da política, considerando aí a disputa partidária e a constante construção de imagem de governantes e congressistas.<sup>89</sup> Ressaltar esses pontos é relevante para que, como ponto de partida, se tenha clareza que a resposta à GCF não é fruto de uma análise técnica, construída em uma sala fechada a partir dos aprendizados da crise e do projeto futuro da posição das finanças norte-americanas no mundo, mas a resultante de um complexo emaranhado de interesses, vontades e visões de mundo nem sempre compatíveis entre si.

---

<sup>89</sup> O deputado Barney Frank, que lideraria o processo de discussão legislativa na Câmara e assim daria nome à lei - junto de seu companheiro no Senado Chris Dodd - abertamente pontuava que seu principal interesse era a dimensão política da reforma, jamais seus detalhes técnicos. O que é possível aprovar e qual a percepção da opinião pública são exemplos das perguntas constantemente à mente dos congressistas envolvidos na reforma. (KAISER, 2013)

Ainda assim, é possível decompor as principais forças que se moveram para moldar Dodd-Frank. Possivelmente a principal delas tenha sido a visão do Departamento do Tesouro, capitaneado por Geithner.<sup>90</sup> De fato, ao contrário da reforma da Saúde com a criação do Obamacare e do desenho do pacote fiscal do Governo Obama, cujos esboços da legislação foram concebidos a partir no Congresso, a reforma do setor financeiro seria gestada dentro do Departamento do Tesouro, e só então debatida no Congresso a partir de um documento base que delineou de forma substantiva os debates. Geithner (2014) justificou esta abordagem dizendo temer que o Congresso não tivesse conhecimento técnico suficiente e por receio do impacto dos lobistas assim como de extremistas à direita e à esquerda na formulação da nova lei, um argumento até razoável, mas que só reforça a postura da Administração Obama de privilegiar o ponto de vista do Executivo no processo. Este esboço inicial (DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2009) em quase 100 páginas busca tratar de um grande número de diferentes dispositivos que aprimorariam o funcionamento de diversos elos do mercado. No entanto, neste momento, mais importante é realçar duas ideias centrais não explícitas, mas que deram norte e direção ao documento como um todo.

A primeira deriva da leitura de que não há como não reconhecer que o sistema que teria virado cinzas, na fala de Bernanke, é um sistema que por décadas ofereceu aos EUA incomparáveis graus de liberdade na sua gestão política e monetária (SERRANO, 2004). Dessa forma, qual seria o apetite para abandonar tal sistema? Como Larry Summers, principal conselheiro econômico de Obama dizia, com todo o suporte de Geithner (2014), a reforma deveria tornar o sistema mais “*safe to fail*”, sem mexer em sua estrutura básica de

---

<sup>90</sup> Como um cargo de extrema confiança e indicado pelo Presidente, pressupõe-se que a visão do Tesouro era bancada também pelo Presidente Obama e assim representava uma visão mais ampla da Administração. Larry Summers, que liderava o National Economic Council, compartilhava em linhas gerais das posições de Geithner, o que reforça esta posição. Sheila Bair (2015), no entanto, com frequência insinua que muitas vezes Geithner parecia seguir uma agenda própria, enquanto o Presidente Obama perseguia uma reforma mais profunda do sistema. No entanto, as evidências neste sentido são escassas e talvez o que a fala de Bair reflita seja seu afinado instinto político, protegendo o Presidente Obama. O discurso de Obama (2008) meses antes da eleição em que ele oferece alguns esboços da agenda regulatória em que acredita é bastante alinhada com o espírito da legislação efetivamente aprovada. (KAISER, 2013).

funcionamento, discutida em linhas gerais no primeiro capítulo deste trabalho. Em entrevista concedida após a aprovação de Dodd-Frank, Geithner justifica esta posição (SCHEIBER, 2011) com base em um argumento raramente explicitado: o sistema concede às firmas norte-americanas excepcionais possibilidades de expansão e isso seguia sendo importante após 2008. Assim, ele dizia subscrever à tese de que o amadurecimento das economias em desenvolvimento levaria a um aprofundamento financeiro e seria essencial que os bancos norte-americanos estivessem bem posicionados para capturar este mercado. Assim, atrofiá-los não era uma opção. Apenas seria necessário que o processo regulatório fosse bem feito para evitar uma nova catástrofe. Portanto, é dentro deste marco conservador, em que se planeja manter as bases essenciais do sistema turbinadas por uma capacidade de melhor gerenciar eventuais crises que foi concebida a legislação que pretendia reformar o sistema financeiro norte-americano.

A segunda ideia que permeia a proposta do Tesouro, como apontado por Tooze (2018), é que a reforma deveria maximizar o discernimento e o poder de fogo dos reguladores, que seriam a reserva de conhecimento técnico para controlar o sistema e, no caso de emergências, conter a crise. Desse modo, a reforma deveria conceder o mínimo possível de poder para o mundo político, que sempre poderia agir de modo populista. É uma postura tecnocrática que reserva aos especialistas voz e ação sobre o sistema, buscando excluir de posições relevantes as instituições mais permeáveis à opinião pública. Assim, o sentido da reforma seria desta forma resumido por Tooze (2018, p. 297):

*With Geithner at the helm, the Treasury's response to the crisis was not [...] to bring the interests of wider society to bear by way of politicized oversight. Instead, the Treasury's solution was to increase the oversight and managerial capacities of the state's regulatory agencies—the Treasury itself, the key regulators and the Fed. If capitalist finance was a given, then one would have to accept the necessity of dealing with gigantic banks and complex, fast-moving markets. One had to accept also that this system was crisis prone. Crises, indeed, were inevitable. All one could hope to do was to build a crisis-fighting capacity at the national and international levels that was adequate to cope. In 2008 the Fed and the Treasury had acted on a spectacular scale with effects well beyond the boundaries of the American national economy. [...] This would be followed by a major political effort to get legislation through Congress that would legitimize and regularize the business of overseeing financial stability. As the acute crisis of 2008 passed into memory, a new relationship between the big banks and the authorities would be given permanent shape.*

Em geral, os órgãos reguladores, como o FED e a SEC, estavam alinhados à visão conservadora de Geithner. Contudo, a novidade que trouxeram ao debate legislativo foi uma intensa defesa de suas prerrogativas e poderes estabelecidos, atuando para evitar qualquer reformulação que ameaçasse seus feudos, numa atuação corporativista, e nada surpreendente.<sup>91</sup> Como sempre, a voz dissonante era a de Sheila Bair, do FDIC, não no que diz respeito ao corporativismo, mas sim à visão conservadora e moderada da reforma. Bair (2015) atuou de forma insistente para que as reformas fossem mais profundas do que na visão do Tesouro e com isso cumpriu relevante papel em moldar alguns pontos da legislação. Aliás, o desprezo por muitas das posições de Geithner, vistas como excessivamente protetoras de Wall Street, é evidente em suas memórias da GCF.

Ainda outras forças seriam relevantes no processo de formulação legislativo. Uma das mais fortes, sem dúvida, foi o lobby do setor financeiro, com uma atuação sistemática durante todos os debates sobre Dodd-Frank para excluir ou amenizar muitos dos dispositivos propostos. Para dimensionar estes esforços, Kaiser (2013) cita que no ciclo eleitoral de 2008 as doações do setor financeiro foram de mais de U\$ 500 milhões e que entre 2009 e 2010 estes contavam com 1447 lobistas que já haviam atuado no poder público, simbolizando as poderosas conexões existentes entre público e privado. Um importante contraponto ao lobby dos grandes bancos foi o lobby dos bancos comunitários, representados especialmente pela *Independent Community Bankers of America* (ICBA), que reunia cerca de 5.300 bancos de pequeno porte. Estes bancos comunitários sempre exerceram significativo poder no Congresso, até porque cada deputado distrital em geral está comprometido com um pequeno banco regional, oferecendo acesso direto ao Congresso. No caso da Dodd-Frank, sua atuação foi ainda mais decisiva para isolar os grandes bancos, de forma que a ICBA usou sua alavancagem para apoiar medidas mais severas

---

<sup>91</sup> Este ponto fica evidente em diversas fontes como Bernanke (2015), Geithner (2015), Tooze (2018) e Kaiser (2013)

para os grandes bancos ao mesmo tempo que isentava seus membros de boa parte das restrições (KAISER, 2013).

As disputas e posições políticas dos dois grandes partidos norte-americanos também foram definidoras do formato da nova legislação. A visão dos democratas, com maiorias nas duas casas do Congresso a reboque da vitória de Obama, sem dúvida seria mais relevante para moldar Dodd-Frank. De forma geral, como aponta Litan (2012), os democratas enxergavam múltiplas raízes para a GCF, derivadas de uma combinação de diferentes falhas do mercado, seja de acionistas, credores ou das agências de risco, em exercer a disciplina do mercado combinada com múltiplas falhas do órgãos reguladores em fazer seu papel, seja em relação aos bancos, mas, principalmente, com instituições do *shadow banking system* como bancos de investimento, MMFs e originadores de hipotecas. Assim, entendiam como necessário revisar a legislação em múltiplos pontos do sistema sem desmontá-lo, uma visão que já fora bem representada pelo esboço inicial oferecido pelo Departamento do Tesouro e que seria expandida e detalhada pelos congressistas democratas. Como nota Tooze (2018), nesse sentido Dodd-Frank seria quase esquizofrênica, com medidas voltadas para os mais diversos eixos do sistema sem contar com um diagnóstico único da crise.<sup>92</sup>

Já o discurso dos republicanos (LITAN, 2012) se concentrou nas distorções introduzidas pelo Governo no período pré-crise. O uso abusivo da Fannie Mae e Freddie Mac para promover o mercado imobiliário para as classes mais populares e a política monetária frouxa no período

---

<sup>92</sup> Tooze (2018, p. 302) cita os dispositivos ligados à diferentes leituras do que causou a crise, exemplificando bem o seu ponto: “*Was the crisis due to mass predation of poorly informed borrowers? In which case what was needed was Elizabeth Warren’s Bureau of Consumer Financial Protection (Title X). Was it opaque over-the-counter derivatives that had blown up the system? In which case the fix was transparent, market-based trading of derivatives (Title VII—Wall Street Transparency and Accountability). Was it the breakdown of responsibility in the extended chains of mortgage securitization that poisoned the well? In which case securitizers should be required to have skin in the game (Title IX—Investor Protections). Was the sheer size of banks at the root of all the problems? Were they simply too big to fail? In which case the answer was to restrict bailouts and to make the industry pay for them (Title II—Orderly Liquidation Authority) and to cap banks’ further growth (Title VI, sections 622 and 623). Had investment banks used client money to gamble? If so, the thing to do was to reinstate 1930s-style divisions between commercial and investment banking by way of the so-called Volcker rule banning “proprietary trading” (Title VI, Volcker rule). All of these theories about the crisis of 2007–2009 had major political resonance. All of them made their way into the meandering text of Dodd-Frank.*”

anterior à crise estariam na origem da GCF e assim as novas regulações desejadas pelos democratas seriam apenas um peso excessivo sobre uma economia que precisava crescer. É possível, no entanto, que muitos republicanos adotassem este discurso em público, mas alimentassem no privado alguns pontos de concordância com elementos das propostas democratas. Como exemplo, Richard Shelby, o líder da minoria republicana no Comitê de Finanças do Senado proferiu uma palestra em Londres durante os debates de Dodd-Frank em que defendia princípios regulatórios muito similares aos que seriam aprovados (KAISER, 2013). Isso, no entanto não se transformou em voto ou apoio de Shelby à legislação no Congresso. A opção dos republicanos, fosse por convicção ideológica ou cálculo político,<sup>93</sup> seria de oposição sistemática à Dodd-Frank e os esforços para construir uma legislação com apoio dos dois partidos seria frustrada.<sup>94</sup> Dessa forma, dos 176 deputados republicanos apenas 3 votaram a favor de Dodd-Frank e, no Senado, apenas 3 de 41. Isso, no entanto, não excluiu os republicanos do processo legislativo, pelo contrário. Uma vez que os republicanos fecharam posição contrária à Dodd-Frank, a inevitável votação apertada<sup>95</sup> concedeu a alguns republicanos de perfil mais independente considerável alavancagem para trocar seu apoio por certos ajustes legislativos importantes para suas bases ou posições políticas.

O mesmo mecanismo também funcionou no outro lado do espectro político, em que democratas de visões mais fortes em termos de regulação também puderam barganhar seu apoio. A complexidade de consolidar tantas visões e interesses distintos levou Kaiser (2013), um jornalista norte-americano especializado em cobrir o Congresso e que foi observador

---

<sup>93</sup> Kaiser (2013) relata de forma clara como a oposição realizada era frequentemente vazia em termos conceituais, num momento de enorme empobrecimento do discurso público. No entanto, politicamente a posição dos republicanos é compreensiva e faz partes dos esforços que ajudaram a eleger uma significativa bancada nas eleições de 2010 que acabaram com a maioria democrata.

<sup>94</sup> Especialmente no Senado, uma casa histórica e institucionalmente mais pendente à construção de consensos, os esforços do Senador Dodd para um apoio bi-partidário foram significativos. (KAISER, 2013)

<sup>95</sup> Os republicanos tinham especial alavancagem devido a um dispositivo do Senado, o *filibuster*, que exige uma maioria ampliada para que se encerrem os debates de qualquer peça legislativa e a mesma siga para votação. Assim, no Senado sempre foi necessário garantir algum apoio entre os republicanos para que Dodd-Frank pudesse ser votada.

privilegiado do processo de construção de Dodd-Frank, a afirmar: “*Many years of experience had not prepared me for the intricacy, the improvisations, the difficulty, or the drama involved in passing this big bill.*” (KAISER, 2013, prefácio, par. 42)

Possivelmente, a força essencial para superar os impasses políticos de uma reforma como esta tenha sido a opinião pública. Como registra Kaiser (2013), embora o Congresso em alguns momentos possa funcionar desconectado do sentimento das ruas, uma vez que certos temas ganham cobertura midiática relevante, os congressistas se tornam muito mais porosos às posições dos eleitores. E a realidade é que, enquanto o FED, o Tesouro e o Congresso costuravam o maior pacote de resgate ao sistema financeiro na história, os indicadores econômicos se deterioravam, com o desemprego e os despejos em níveis muito altos. A opinião pública gritava que Wall Street estava sendo salva, mas *Main Street* abandonada, o que pode ser simbolizado pelos níveis de confiança no governo terem alcançado os níveis mais baixos da história. (WALLACH, 2015). Isso criava uma pressão política por mudança difícil de ser contida.

Ainda assim, não era claro que a reforma avançaria até que um novo fato levou a fúria popular a atingir seu nível máximo: instituições resgatadas, como a AIG, declararam que fariam pagamento de bônus aos mesmos executivos envolvidos na escalada ao desastre. Tanto o Executivo, quanto o Congresso, rapidamente perceberam que se tratava de uma bomba política<sup>96</sup> e, como aponta Tooze (2018), é possível que esta inflamatória situação tenha garantido que Dodd-Frank encontrasse um caminho para sua aprovação.<sup>97</sup>

Mais do que isso, a indignação da opinião pública acabou por moldar uma certa abordagem regulatória: a proibição de resgates à instituições financeiras em dificuldades se

---

<sup>96</sup> Bomba essa que não foi desarmada, sendo mais alvo de ataques retóricos do que medidas efetivas. Em larga medida, os bônus foram mantidos, com alguns dos seus receptores os devolvendo voluntariamente.

<sup>97</sup> Pagliari (2013) também destaca a importância de uma ação da SEC contra a Goldman Sachs para inflamar a opinião pública. Nesta ação, a SEC denunciava que a Goldman Sachs havia omitido o papel de um *hedge fund* na montagem do portfólio de um derivativo em 2007.

tornou um mantra repetido por democratas e republicanos: no jargão da época, *no more bailouts!* Caracterizar Dodd-Frank como o fim dos *bailouts* passou a ser uma necessidade política. A esse respeito, sobrou o desafio técnico de articular esta vertente “*anti-bailouts*” com a percepção recorrente dos líderes no combate à GCF de que eles careceram de ferramentas adequadas para lidar com a crise.<sup>98</sup> De certa forma, é como se o público dissesse “não queremos *bailouts*” e os reguladores dissessem que “nas condições regulatórias presentes, só temos as opções *bailout* ou caos. Precisamos de mais ferramentas!”. Assim, Dodd-Frank teria que criar dispositivos nesse sentido.

No campo das ideias, pode-se dizer que o edifício teórico de mercados livres e auto regulados como maximizadores de eficiência não precisou ser totalmente desmontado. Ao menos em tese, um outro conjunto de ideias sob a bandeira de *macro-prudential thinking* pode ser acionado de forma a tentar manter o restante do edifício teórico da globalização financeira de pé (HELLEINER, 2014). Em linhas gerais, a ideia por trás de uma regulação macroprudencial é de atenção aos riscos sistêmicos, considerando as conexões entre diferentes instituições e riscos menores que podem se espalhar ou se repetir em diferentes mercados ou empresas. Espera-se assim identificar - e resolver de forma antecipada - riscos que ao se avaliar uma única instituição não seriam detectados. Segundo Clement (2010) essas ideias vinham sendo desenvolvidas desde a década de 1980, mas não haviam sido institucionalizadas. Antes da GCF, qualquer ideia que soasse diferente de desregular era prontamente descartada.<sup>99</sup>

---

<sup>98</sup> Geithner (2014, cap. 4, par. 98), por exemplo, relembra a respeito do princípio da GCF: “*But I was growing increasingly pessimistic that we had the authority or the firefighting tools to contain this one.*” Observações como essa são recorrentes no decorrer de suas memórias, como neste trecho: “*The financial regulatory system was broken, and we needed legislation from Congress to fix it. I didn’t want a future Fed chairman or New York Fed president to feel as helpless to confront a gathering storm as Ben and I had felt. I didn’t want a future Treasury secretary to face the constraints Hank and I had faced after the storm hit.*” (GEITHNER, 2014, cap. 9, par. 116)

<sup>99</sup> Frank, presidente do Comitê de Serviços Financeiros da Câmara e que lideraria a aprovação da nova lei, oferece um ótimo exemplo disso neste depoimento: “*When I was about to become chairman of this committee, in [late] 2006, I was told by a wide range of people that our agenda should be that of further deregulating [financial markets]. I was told that the excess regulation ... was putting American investment companies and financial institutions at a competitive disadvantage.*” (KAISER, 2013, cap. 3, par. 16)

Apesar disso, já havia um certo consenso num campo mais técnico de que estes conceitos eram relevantes e deveriam ser incorporados à estrutura regulatória. Isso fica evidente quando se observa em que junho de 2007, antes mesmo dos primeiros sinais da crise, a equipe de Hank Paulson no Tesouro norte-americano já trabalhava num plano para a reforma regulatória norte-americana. O plano (DEPARTMENT OF TREASURY, 2008) foi divulgado no final de março de 2008, quando a derrocada do Bear Stearns já havia acontecido, mas ainda meses distante do auge da GCF e já trazia em seu coração conceitos de regulação macroprudencial, estabelecendo de forma clara o FED como regulador e controlador de riscos sistêmicos. Três dias antes da apresentação do plano de Paulson, Obama (2008), então apenas o candidato democrata à presidência, faria um longo discurso sobre seus planos para a economia norte-americana e incluiu passagens sobre a reforma da regulação financeira plenamente alinhados com o plano de Paulson. As visões comuns de um candidato democrata e do secretário do Tesouro de um presidente republicano meses antes da bancarrota do Lehman evidenciam que o tempo político para as ideias de regulação macroprudencial havia chegado.

Duas outras ideias-força podem ser percebidas permeando Dodd-Frank. A primeira é de que os bancos precisam ter uma maior capacidade de absorver choques, com mais capital e menor dependência de fontes de financiamento de curto prazo. Maiores colchões de segurança deveriam ajudar o sistema a suportar eventuais turbulências e o conceito parecia ser defendido pelas múltiplas frentes políticas, ainda que os bancos, é claro, buscassem minimizar o tamanho destes colchões. A segunda ideia diz respeito a mais “mercado”, ou seja, na medida do possível diminuir os mercados privados com pouca transparência e aumentar os mercados com informação pública. Isso deriva da percepção de que na crise a opacidade da posição dos grandes *players* levou a um pânico desnecessário, que poderia ter sido diminuído caso houvesse uma visão mais clara e compartilhada de suas posições.

O resultado dessas múltiplas forças atuando em um complexo processo foi a aprovação da Dodd-Frank, uma das mais ambiciosas legislações aprovadas no Congresso norte-americano em anos. É uma peça com mais de oitocentas páginas e cerca de quatrocentas resoluções. Torna-se ainda mais complexa ao se considerar que duzentos e vinte e cinco dispositivos exigem algum tipo de regulamentação ou especificação por parte de onze agências, como o FED, FDIC e a SEC. Considerando sua complexidade e extensão, o que se priorizará nesse capítulo é uma apresentação dos principais temas introduzidos pela Dodd-Frank<sup>100</sup> e, quando relevante, a evolução da regulação sobre o tema desde então. Sempre que possível e relevante, os elementos essenciais da disputa política por trás dos temas também serão expostos. Especialmente atenção será dada aos dispositivos mais significativos para a mudança na arquitetura do sistema, já que estão no centro deste trabalho. Como nosso interesse se dá não em Dodd-Frank em si, mas nas mudanças na arquitetura do sistema, sempre que outras mudanças regulatórias não presentes na Dodd-Frank foram implementadas posteriormente e se mostrarem significativas, as mesmas serão apontadas com a devida ressalva. Também, sempre que relevante, as conexões entre as mudanças regulatórias nos EUA e o avanço dos mesmos temas no mundo será apontado. Essa questão se mostra especialmente importante na questão dos requerimentos de capital e liquidez que interagem com Basileia III.

Por fim, é preciso colocar a presidência de Trump no cenário. Trump venceu as eleições no final de 2016 prometendo cortar significativamente a nova legislação: *“Dodd-Frank is a disaster [...] We’re going to be doing a big number on Dodd-Frank”* (THURSH, 2017, não paginado). Em fevereiro de 2017, ainda em seus primeiros dias como presidente, solicitou formalmente ao Tesouro que avaliasse mudanças legislativas e regulatórias neste sentido. Dessa solicitação resultaram até aqui quatro relatórios (DEPARTMENT OF TREASURY, 2017a,

---

<sup>100</sup> As descrições dos mecanismos essenciais de Dodd-Frank estão fortemente baseados em Acharya & Richardson (2012), Acharya (2011), ANBIMA (2011), Blinder (2013), Kregel (2012), Richardson (2012) e Urpia (2015).

2017b, 2017c e 2018b) com recomendações de ajustes, tendo como temas os bancos e as uniões de crédito, os mercados de capitais, a indústria de seguros e de gestão de ativos e, instituições financeiras não bancárias, *fintechs* e inovação. O espírito geral desses relatórios não é de desmantelamento de Dodd-Frank, mas sim de ajustes pontuais que buscam diminuir o peso de complexidades excessivas. Considerando a multiplicidade e complicações de regulamentação dos numerosos dispositivos de Dodd-Frank, seria natural e esperado que esses fossem paulatinamente ajustados a medida que a experiência de sua aplicação fosse acumulada, estivesse um governo democrata ou republicano no poder, e é isso que vem ocorrendo. Esse era um processo já em marcha antes mesmo da vitória de Trump, porém os relatórios do Tesouro são sem dúvida um vetor relevante procurando dar direção de menos regulação a este processo. No entanto, distinguir o que é uma melhoria qualitativa da regulação do que é um gradual desmonte da mesma não é tarefa fácil e que sem dúvida exigirá um distanciamento no tempo impossível neste momento.<sup>101</sup>

Além de mudanças promovidas pelas agências reguladoras, a presidência Trump trouxe também um novo balanço de poder ao Congresso. A Câmara de deputados, de ampla maioria republicana, foi além e ainda em 2017 aprovou o *Choice Act - Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs*. A nova legislação cancelaria a maior parte das transformações trazidas pela Dodd-Frank. No entanto, no Senado, onde a maioria republicana é mais restrita, o projeto não ganhou tração. O que foi aprovado e transformado em lei em maio de 2018 seria o *The Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (Regulatory Relief Act)*, até o momento o mais significativo pacote de revisão de Dodd-Frank. A lei foi promulgada com forte apoio de Trump, mas também contou com parte dos democratas para aprovação, especialmente aqueles eleitos por distritos onde Trump teve ótima votação. Também, importante no apoio de parte dos democratas à lei é o fato de que a maior parte de

---

<sup>101</sup> Uma leitura minskyana com certeza não seria muito otimista a este respeito.

seus dispositivos foca em diminuir a regulação sobre os bancos menores e regionais, bancos comunitários e caixas de crédito, aliados eleitorais importantes. O *Regulatory Relief Act*, no entanto, não representa um grande desmonte de Dodd-Frank. Nas palavras de Ian Katz, um analista de mercado, “*if Democrats broadly were told a year ago that this would be the extent of what Trump had referred to as ‘doing a number’ on Dodd-Frank, they would probably take this deal.*” (STEWART, 2018, não paginado). Ainda assim, existem mudanças relevantes dentro desta legislação que também serão indicadas nas próximas seções sempre que possível.

Dessa forma, discutiremos a seguir os seguintes temas e mecanismos:

- Regulador Sistêmico;
- Resolução de firmas - Lidando com *too big to fail*;
- Programas de liquidez e garantias;
- Requerimento de capital, alavancagem e liquidez;
- Regulação de bancos internacionais;
- *Money Market Funds*;
- *Volcker Rule*;
- Derivativos;
- Retenção de riscos - *Skin in the game*;
- Agências de *rating*;
- *Hedge Funds*;
- Proteção ao consumidor;
- Temas sem mudanças significativas.

### **3.2 Regulador sistêmico**

Embora os mecanismos que dispararam a GCF tenham permitido a ascensão da ideia de regulação macroprudencial, sua implementação não é trivial, ou sendo mais preciso, a

implementação de uma regulação macroprudencial implica em um imenso grau de subjetividade. Como o próprio Geithner (2014) apontou, “[...] *you won’t be able to make a judgment about what’s systemic and what’s not until you know the nature of the shock.*”

A solução apontada pelos reguladores norte-americanos foi a criação do FSOC (*Financial Stability Oversight Council*), um conselho com o amplo mandato de monitorar e responder aos riscos à estabilidade dos mercados financeiros nos EUA. No entanto, para entender seu papel e o racional por trás de seu desenho, é preciso antes reconhecer o caráter de colcha de retalhos da estrutura regulatória norte-americana.<sup>102</sup> Como exemplo, vejamos a regulação bancária: os bancos constituídos nacionalmente são regulados pelo OCC (*Office of the Controller of the Currency*) enquanto bancos estaduais são regulados por agências estaduais com apoio do FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) ou podem optar por serem regulados pelo FED. *Holdings* bancárias, no entanto, são necessariamente supervisionadas pelo FED, mesmo que constituídas nacionalmente. Além disso a NCAU (*National Credit Union Association*) supervisiona uniões de crédito e o OTS (*Office of Thrift Supervision*) regulava caixas e instituições de poupança. Esse amplo grau de sobreposição implica em diversas perdas para o processo regulatório, sendo a fragmentação de informações apenas uma delas. Uma das consequências mais perniciosas da estrutura era uma certa competição pelo relaxamento dos padrões regulatórios: uma agência muitas vezes sinalizava o estabelecimento de padrões mais leves para que uma instituição abandonasse seu antigo regulador, num movimento juridicamente simples. A AIG, por exemplo, era dona de uma pequena companhia de poupança e assim podia ser regulada pela OTS, uma agência sem porte para acompanhar uma operação

---

<sup>102</sup> Tal estrutura tem razões históricas e políticas. “Historically, regulatory agencies were created *ad hoc* in response to crises and other events—the Office of the Comptroller of the Currency during the Civil War, the Federal Reserve after the Panic of 1907, and the Federal Deposit Insurance Corporation and Securities and Exchange Commission (SEC) during the Depression. Politically, conflicts between competing power centers within government (congressional committees with overlapping jurisdictions, state versus federal regulators) and special interests, such as the banking and housing lobbies, have routinely blocked attempts to rationalize and improve the existing system.” (BERNANKE, 2015, cap. 5, par.36)

tão significativa, tanto que dias antes de seu iminente colapso, a OTS não fazia sequer ideia de que a empresa estava a perigo. (BERNANKE, 2015). Em um esforço para minimizar esse problema, a OTS foi extinta, mas o restante do complexo arcabouço regulatório seguiu de pé após a promulgação de Dodd-Frank.<sup>103</sup>

A criação do FSOC pretendia de certo modo atenuar esta problemática da colcha de retalhos regulatória e, ao mesmo tempo, introduzir o conceito de regulação macro-prudencial. Assim, o FSOC é composto por um representante de cada uma das oito agências regulatórias relevantes nos EUA e mais um membro independente, além de ser presidido pelo Secretário do Tesouro. Espera-se que tal arranjo possa funcionar como um espaço de convergência e alinhamento da atuação regulatória. A partir de seu amplo mandato de detectar os riscos sistêmicos, o FSOC pode solicitar informações e equipe de qualquer uma das agências, além de contar com um *bureau* de pesquisa criado especialmente pela Dodd-Frank para municiar o Conselho, o *Office of Financial Research*. A partir de seus achados, deve anualmente reportar ao Congresso a respeito do estado do sistema financeiro. De forma concreta, o FSOC pode recomendar mudanças regulatórias a qualquer uma das agências norte-americanas, sendo sua implementação obrigatória. Desta forma, o FSOC busca dar ordem e hierarquia à regulação norte-americana, o que se acredita se mostrará valioso na prevenção e gestão de futuras crises.

Na maior parte do mundo, esse papel de macro regulador do risco sistêmico vem sendo atribuído aos bancos centrais. Essa, aliás, sempre foi a solução preferida por Geithner e Bernanke: ter um FED e um Tesouro poderosos, com amplo campo de ação para conter futuras crises. Nos EUA, no entanto, o desgaste político do FED em função da GCF impossibilitou que

---

<sup>103</sup> Outro interessante exemplo desta problemática regulatória se vê nos campos dos derivativos, em que dependendo do ativo em que se baseia o derivativo ele pode ser regulado pela SEC ou pela CFTC. Por razões políticas, esta atribuição dividida não foi resolvida: “*Merging the SEC and CFTC was a political nonstarter because they were overseen by separate committees in Congress. The congressional oversight committees jealously guarded their turf because the market players regulated by the two agencies could be counted on to provide lucrative campaign contributions.*” (BERNANKE, 2015, cap. 20, par. 29)

recebesse tal função<sup>104</sup>, ficando o FSOC com muitos dos poderes que o Tesouro gostaria de ver concentrados no FED. Assim, o FSOC foi a melhor solução possível do ponto de vista do Tesouro dadas as condições políticas.

Mesmo com essa perda, é evidente que o FED segue como a agência mais preparada para lidar com a regulação dos grandes players. Assim, Dodd-Frank estabeleceu que toda instituição bancária com mais de U\$ 50 bilhões seja tratada como uma SIFI (*Systemically Important Financial Institution*) e, assim, seja monitorada pelo FED, independente de qualquer outro fator. Mais do que isso, estabelece que o FSOC pode determinar que instituições não bancárias com mais de U\$ 50 bilhões em ativos possam ser designadas SIFIs, assim sendo também reguladas pelo FED, dificultando a arbitragem regulatória e abrindo a possibilidade de que instituições do *shadow banking system* possam ser tão acompanhadas quanto os grandes bancos.

Em 2011, o FSOC lançou um documento explicitando o processo para designação de instituições como SIFI e também os seis parâmetros essenciais para sua indicação: tamanho da instituição, interconectividade, substituíbilidade, alavancagem, risco de liquidez/descasamento de prazos e escrutínio regulatório existente. Isso, no entanto, não abrandou os debates sobre o poder do Conselho: defensores de uma maior regulação apontam ausências relevantes no processo<sup>105</sup> enquanto membros do *lobby* financeiro e ideólogos de livre mercado acusam o FSOC de arbitrariedade.<sup>106</sup>

Por outro lado, Schwarcz e Zaringt (2017) defendem um processo de designação de SIFIs um tanto discricionário. Seu argumento é que identificar as firmas sistemicamente perigosas e os exatos riscos por elas gerados é impossível. Dessa forma, a própria arbitrariedade na indicação das SIFIs funcionaria como o que chamam de “regulação por ameaça”, ou seja, o poder do FSOC incentivaria firmas não bancárias a não se engajar em atividades ou estratégias

---

<sup>104</sup> Ver Kaiser, 2013.

<sup>105</sup> Ver, por exemplo, Richardson, 2012.

<sup>106</sup> Ver, por exemplo, Wallison, 2014.

que pudessem ser vistas como sistemicamente arriscadas. Os critérios nebulosos evitariam um abuso de regras claras e manteriam sempre as empresas em posição defensiva sobre suas atividades. Schwarcz e Zaringtt (Ibid.) inclusive estendem o conceito de regulação por ameaça aos poderes do FSOC sobre os demais reguladores, que sempre estariam sujeitos a um puxão de orelhas do Conselho.

De concreto, o FSOC designou quatro instituições como SIFIs até o momento: General Eletric, AIG, Prudential Financial e MetLife, sendo as três primeiras em 2013 e a última em 2014. Tanto a General Eletric quanto a AIG tiveram seu status como SIFIs rescindidos em 2016 e 2017 respectivamente, em função de reduções e simplificações de suas operações. Já a MetLife questionou legalmente sua indicação. O caso se arrastava na Justiça norte-americana, porém a ascensão de Trump reverteu o curso de ação do FSOC e em janeiro de 2018 foi anunciado um acordo legal que culminará com a exclusão da companhia da lista, consistindo assim num forte símbolo do menor ímpeto regulatório da nova administração republicana. Em linha com esta perspectiva, o Tesouro recomendou ao FSOC que concentre sua atuação em riscos de mercados mais do que instituições específicas, somente indicando uma companhia como SIFI em casos extremos e indicando de forma mais clara a uma SIFI que ações deve tomar para que perca o status. (DEPARTMENT OF TREASURY, 2017d).

Além disso, a aprovação pelo Congresso do *Regulatory Relief Act* em maio de 2018 trouxe uma significativa mudança para a designação dos grandes bancos necessariamente regulados pelo FED e sujeitos a maior escrutínio: o gatilho de U\$ 50 bilhões em ativos foi ampliado para U\$ 250 bilhões. Instituições com ativos entre U\$ 100 e U\$ 250 bilhões ainda poderão se encaixar na faixa de regulação bancária mais estrita, mas isto dependerá de apontamento individual por parte do FED. Propagada como uma medida que alivia os custos de *compliance* para bancos pequenos e locais, a medida afetará mais de duas dezenas de bancos e abre uma brecha inclusive para que bancos relevantes como Credit Suisse e Barclays possam

ser menos acompanhados. Ainda assim, o antigo patamar de U\$ 50 bilhões era considerado excessivamente baixo até mesmo por expoentes como Daniel Tarullo, democrata que liderou os esforços regulatórios no FED entre 2009 e 2017 e visto como linha-dura com o mercado. (TARULLO, 2017)

Em geral menos comentado, mas também bastante relevante (JOHNSON & WEISS, 2017) é que o FSOC também recebeu por Dodd-Frank autoridade para designar *financial market utilities* (FMUs) para padrões superiores de exigências e supervisão. As FMUs são os eixos centrais de conexão do mercado, como a Bolsa de Chicago, cujo funcionamento sem sobressaltos é essencial para a estabilidade financeira. Até o momento, oito FMUs foram designadas para acompanhamento mais exaustivo.<sup>107</sup> Como será mostrada na seção sobre programas de liquidez, essa é uma mudança significativa na regulação do sistema.

Passada uma década da criação do FSOC, a realidade é que é difícil realizar um balanço da atuação do Conselho. É provável que a raiz dessa dificuldade esteja em um ponto indicado por Litan (2012): provar seu valor, para um órgão como FSOC é, por definição, impossível. Se suas ações dispararam correções no mercado que evitam uma crise, estamos diante de um contrafactual que não pode ser exposto pelo FSOC como uma vitória. Por outro lado, quando uma eventual crise se materializar, o FSOC sempre poderá ser acusado de não atuar de forma suficientemente vigorosa e ocasionará um desgaste político imenso à ideia de regulação macroprudencial. Uma possível estratégia para atacar este problema, seria uma atuação mais midiática e uma comunicação mais assertiva. Litan (Ibid.), por exemplo, sugere que FSOC publique um, ou alguns, indicadores de bolha, que seriam tão simples quanto percentuais probabilísticos de um evento sistêmico disruptivo, que atuariam como sinalizadores claros para o mercado.

---

<sup>107</sup> As 8 FMUs são: Clearing House Payments Company LLC como operadora da Clearing House Interbank Payments System, CLS Bank International, Chicago Mercantile Exchange, Inc., Depository Trust Company, Fixed Income Clearing Corporation, ICE Clear Credit LLC, National Securities Clearing Corporation e Options Clearing Corporation.

No entanto, o Conselho tem apresentado uma atuação mais tímida. Ainda assim, Johnson & Weiss (2017) apontam que o papel de coordenação entre as agências que o FSOC tem proporcionado é valiosa. Também ressaltam que em ao menos um caso o mandato do FSOC de demandar uma ação mais contundente de um regulador já teria sido relevante, já que o FSOC acionou a SEC para que avançasse nas novas regulações sobre os *money market funds*. A SEC já vinha trabalhando nesta questão, mas impasses internos e a pressão externa haviam impedido avanços. Em 2013 a situação foi resolvida de forma autônoma com novas resoluções sendo definidas pela SEC, sem que o processo final disparado pela ação do FSOC tivesse sido concluído. Ainda assim, Johnson & Weiss (Ibid.) defendem que a ação do FSOC ajudou a criar força suficiente para que as novas regras fossem criadas. Esse caso, se não compõe um quadro claro de defesa da atuação do FSOC, consiste em ao menos uma pequena evidência a seu favor. Também o *Office of Financial Research* (OFR), o escritório de pesquisa criado como suporte ao FSOC, tem produzido números e relatórios esclarecedores sob dimensões do mercado até então absolutamente opacas e analistas que buscam dados agregados sobre riscos sistêmicos tem elogiado esta produção (SCAGGS, 2017). Mas em linha com a perda de força do FSOC, que fica evidente após a ascensão de Trump, o Departamento do Tesouro tem pressionado o Congresso para reduzir a autonomia do OFR, colocando-o sob controle mais ostensivo do Tesouro.

Ainda assim, o FSOC com sua ampla missão de avaliar e agir sobre os riscos sistêmicos, e o conceito de SIFI seguem como importantes marcos da Dodd-Frank. As implicações regulatórias mais estritas derivadas desta classificação poderão ser vistas nas próximas seções.

### **3.3 Resolução de firmas - Lidando com *too-big-to-fail***

Durante toda a GCF, um mesmo dilema atormentou as autoridades norte-americanas por várias vezes: como lidar com instituições imensas, extremamente interconectadas, que

ameaçavam entrar em colapso? Deveriam ser disciplinadas pelo mercado, entrando em falência, com potenciais reverberações desastrosas para todo o sistema ou deveriam ser salvas, colocando em risco recursos públicos e com imenso risco moral? (BERNANKE, 2015) Após a falência do Lehman em setembro de 2008, qualquer dúvida foi dirimida: as autoridades financeiras do G7 publicamente defenderam que nenhuma outra grande instituição iria à bancarrota. Ao fim, para a opinião pública nenhuma outra ação se tornou tão relevante quanto os resgates. “*Bailout*” se transformou em um termo tóxico no debate norte-americano e sua negação se tornou central na formulação de Dodd-Frank: nenhuma lei seria promulgada sem que passasse ao menos a impressão de que determinava o fim da era dos *bailouts*. Nesse sentido, era preciso responder ao desafio de empresas grandes demais para falir.

Uma resposta seria simplesmente torná-las menores. Isso poderia ser feito de forma direta, com limitação do tamanho máximo das empresas e a conseqüente divisão das companhias de maior porte ou por meio da recriação de algum instrumento similar ao *Glass-Steagall Act*, com a separação de bancos de investimento e bancos comerciais. O lobby do setor financeiro nem teve que confrontar tais ideias de forma frontal. Como estas abordagens não se alinhavam com a visão conservadora da própria Administração Obama apresentada no início deste capítulo, elas sequer chegaram a um status mais sério de debate, a não ser por vezes isoladas no Congresso. O que facilitava tal posição era o entendimento de que uma solução menos intrusiva parecia possível: criar um caminho para que as instituições grandes demais pudessem seguir tão grandes quanto, mas agora com possibilidade real de falir.

O problema antes de Dodd-Frank é que uma instituição que se encontrasse em processo eminente de colapso seria tratada pelo *Bankruptcy Code*, em um processo lento e liderado por juízes que não possuem as ferramentas nem o mandato de mitigar os efeitos da falência sobre

o sistema (BERNANKE, 2017).<sup>108</sup> Para resolver essa questão, Dodd-Frank criou um processo alternativo, baseado na experiência que o FDIC já possui para tratar bancos comerciais em processo de bancarrota e que prometia uma resolução menos desestruturada de uma instituição relevante para o sistema financeiro. Este novo processo ficaria conhecido por OLA (*Orderly Liquidation Authority*).

Segundo Dodd-Frank, o processo de liquidação pela OLA é disparado por um apontamento do FDIC e do FED (ou do *Federal Insurance Office* no caso de uma empresa de seguros) ao Tesouro de que uma instituição previamente designada como SIFI<sup>109</sup> está à beira da falência. O Tesouro certifica-se então de diversos pontos tais como a inexistência de uma solução no mercado privado e a inadequação do tratamento da liquidação via um processo de falência comum. Com base nessas informações, e em consulta com o presidente dos Estados Unidos, o Tesouro pode então determinar que o FDIC assumira a instituição. Caso a instituição se negue, uma corte judicial pré-apontada tem vinte e quatro horas para resolver o impasse. Uma vez em posse do FDIC, a agência assume controle completo da companhia e de seu processo de liquidação, com amplos poderes para rever e pagar quaisquer débitos da instituição (RICHARDSON, 2012). Tal prerrogativa, numa hipotética liquidação da AIG, por exemplo, ofereceria ao FDIC um mecanismo para cancelar os bônus aos executivos que tanto enfureceram a opinião pública.

Numa liquidação via OLA, credores segurados, por exemplo aqueles envolvidos em transações *repo*, estariam protegidos, mas credores descobertos podem sofrer perdas. Os antigos acionistas se tornam os últimos na linha de recebimento e a gestão da companhia deve

---

<sup>108</sup> O processo é ainda mais complexo em função de diferentes regimes para instituições com depósitos e suas *holdings*, como detalham Baily e Elliot (2014, p. 182). “*Before Dodd- Frank, the failure resolution strategy applicable to these large banking organizations was bifurcated: the holding company was subject to the bankruptcy code and the failures in bank subsidiaries were handled by the FDIC. Large bank holding companies that also owned securities broker- dealers or insurance companies were subject to further failure resolution complexity with a specialized strategy for the broker-dealer administered by the Securities Investor Protection Corporation or for the insurance company by state insurance regulators.*”

<sup>109</sup> Vale lembrar que estão nestas categorias todos os bancos com ativos superiores a U\$ 250 bilhões, após a recente mudança legislativa, e instituições não-financeiras assim designadas pelo FSOC.

ser substituída. A atuação do FDIC deve buscar maximizar o valor dos ativos da empresa mas também minimizar os efeitos deletérios sobre o sistema. Para isso, conta entre outros dispositivos com a possibilidade de oferecer financiamento para que a instituição insolvente siga funcionando por um período, facilitando um processo de liquidação menos desastroso. Os fundos, neste caso, seriam emprestados pelo Tesouro e, caso não possam ser recuperados durante o processo de liquidação, seriam posteriormente cobrados de forma coletiva das demais SIFIs.

A origem desses fundos que podem ser necessários para a liquidação ordenada da instituição foram alvo de amplos debates durante a promulgação de Dodd-Frank.<sup>110</sup> A primeira versão produzida pela Câmara determinava um fundo ex-ante, ou seja, em que as SIFIs contribuiriam de forma antecipada para a criação do mesmo. Tal dispositivo permitiu que os republicanos caracterizassem Dodd-Frank como institucionalizadora dos *bailouts*, e esse foi seu ponto central de ataque por meses à lei segundo Kaiser (2013). Tecnicamente, as opiniões sobre o tema diferem: Geithner (2014), por exemplo, atacava a ideia de um fundo ex-ante por receio de que muito possivelmente ele fosse insuficiente para cobrir as necessidades potenciais no caso de uma grave crise. Acadêmicos como Richardson (2012), por outro lado, enxergam a cobrança após o evento, como na versão final de Dodd-Frank, irrealista: será muito difícil cobrar das SIFIs sobreviventes posteriormente, pois provavelmente elas também estarão em situação financeira delicada no caso de uma crise.

No entanto, essa não foi a única polêmica em torno da OLA. Críticos, como Rosner (2011) defendem que a resolução pelo código de falência comum, com apenas alguns ajustes,

---

<sup>110</sup> A proposta original de Geithner continha mais polêmicas do que a discussão sobre os fundos, já que atribuía ainda mais poder ao Tesouro. Nela, o Tesouro teria total autonomia inclusive para decidir o modelo da intervenção: *conservatorship* or *receivership*. Assim, se o Tesouro desejasse uma SIFI não precisaria ser desmantelada, podendo seguir operando sob intervenção federal até que uma solução de mercado pudesse ser encontrada, consistindo assim no modelo de *conservatorship*. Além disso, o Tesouro possuía ampla discricionariedade para aportar recursos. (DEPARTMENT OF TREASURY, 2009) Justamente por entender que esta abordagem se assemelhava a um *bailout*, ainda na Câmara o projeto foi modificado para indicar que a empresa precisava ser encerrada, o modelo de *receivership*, e o debate seria apenas de quem pagaria por isso - e como.

traria muito mais segurança jurídica ao processo, questionando a arbitrariedade inerente em um processo liderado pelo FDIC. O FDIC tem tentado se proteger de tais críticas, publicando *guidelines* de como se daria sua atuação e inclusive um detalhado *paper* (FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, 2011) simulando como teria se dado o processo no caso do Lehman Brothers. Ainda assim, mesmo que sem os amplos poderes que Geithner gostaria que fossem assegurados, nos parece que a estratégia definida por Dodd-Frank segue em linha com uma das premissas apresentadas no início deste capítulo, que aponta uma estratégia de maximizar o poder dos reguladores na gestão do sistema. Deles dependerá apontar uma instituição como SIFI e disparar e gerenciar sua liquidação. É uma estratégia que aposta assim numa competência técnica, com os inevitáveis riscos de arbitrariedade, para controlar eventuais crises.

De toda forma, a realidade é que o processo de liquidação sob a OLA só ganhará contornos concretos quando testado em uma situação real. As chances de que isso jamais ocorresse já foram maiores: o presidente Trump fez uma solicitação formal ao Tesouro que avaliasse a possibilidade de revogação da OLA. No entanto, o relatório do Tesouro publicado em fevereiro de 2018 (DEPARTMENT OF TREASURY, 2018a) defendeu sua manutenção e assim, salvo novas movimentações no legislativo, a OLA está mantida.

Na Dodd-Frank, a OLA se articula ou, de forma mais precisa, é antecedida pelos planos de resolução, ou como também ficaram popularmente conhecidos, os *living wills*, testamentos em vida. Os planos de resolução são mandatórios para as SIFIs e neles estas companhias devem descrever sua estratégia para resolução rápida e ordenada no caso de grave *stress* financeiro. O cenário com o qual devem trabalhar é o de uma falência regular, ou seja, pelo código de concordatas comum, daí a lógica de que eles antecedem a OLA. Os testamentos em vida devem explicitar entre outros elementos como as divisões protegidas por seguros governamentais (operação de banco comercial, por exemplo) não serão contaminadas pelas divisões não

seguradas (como exemplo, operações de banco de investimento), descrições detalhadas de ativos, passivos, obrigações contratuais e estrutura societária e identificação de contra-partes em negócios com relatórios de exposição à diferentes parceiros (KREGEL, 20012). Todas essas informações devem oferecer mais clareza para a liquidação da companhia de forma a minimizar os danos para o sistema, seja ela operada num processo de falência regular ou conduzido pelo FDIC. Os testamentos em vida devem ser anualmente apresentados ao FED que os critica e indica avanços necessários. Assim, como resposta a esse processo, algumas SIFIs já separaram unidades de negócio que antes estavam em uma única entidade jurídica, criaram novas subsidiárias com controle 100% próprio para consolidar operações vistas como centrais na operação do negócio e eliminaram garantias contratuais que eram oferecidas à divisões no exterior de forma a minimizar a exposição do negócio nos EUA. O que esses exemplos mostram é que os testamentos em vida são mais do que planos estáticos, mas efetivamente tratam de mudanças na forma de operar das SIFIs impostas pelo governo e que possam tornar o processo de resolução mais simples. Assim, os *living wills* podem ser vistos como um dos fardos adicionais que Dodd-Frank impôs às SIFIs, reforçando os incentivos para que firmas evitem atingir os patamares que determinam sua designação. Além disso, é mais um exemplo da relevância do processo de designação de SIFIs pelo FSOC.

### **3.4 Programas de liquidez e garantias**

Ainda que com todas as controvérsias, a criação da OLA amplia as possibilidades de ação do governo em uma próxima crise. No entanto, no contexto das difíceis negociações no Congresso, esse novo instrumento não viria de graça. Como contrapartida, os reguladores tiveram que abrir mão de duas relevantes ferramentas usadas na gestão da GCF. A primeira delas diz respeito à disponibilização de liquidez pelo FED, que durante a crise atuara de forma abrangente com seus novos programas, para os quais recorrentemente acionou a seção 13(3)

para estender suas linhas de crédito para não bancos, e também em empréstimos pontuais para instituições específicas como Bear Stearns e AIG.

Assim, a partir da promulgação da Dodd-Frank, novas exigências de transparência e três novas restrições se aplicam a esta atuação do FED. Em termos de transparência, o FED precisa divulgar o nome das empresas que utilizaram sua janela de redescontos. A opacidade dessa informação sempre foi defendida pelo FED, pois divulgar quem acessou a janela poderia aumentar o estigma no uso da ferramenta. Entretanto, o máximo obtido nas negociações foi protelar a abertura dos dados por dois anos. Além disso, em até sete dias úteis após o uso de um programa especial de liquidez, o FED deve divulgar ao Congresso as instituições que o usaram e os respectivos montantes. Caso julgue as informações como sensíveis, apenas certas lideranças do Congresso acessarão os dados. Em termos de restrições, a primeira delas proíbe expressamente o FED de emprestar a instituições insolventes assim como a instituições solventes que repassem o empréstimo a instituições insolventes, diminuindo a margem de manobra do FED para resgates. A segunda restrição diz respeito à menor autonomia do FED sobre tais programas: agora eles passam a necessitar de uma autorização formal pelo Secretário do Tesouro. Por fim a terceira restrição impede empréstimos como aqueles feitos à Bear Stearns e AIG. Agora todos os novos programas do FED devem ter ampla base de elegibilidade. Em termos concretos, qualquer novo programa do FED compulsoriamente precisa ser desenhado de forma que ao menos cinco instituições diferentes possam acessá-lo. Nos regulamentos finais do FED sobre esses termos, a agência fez questão de registrar que programas como o CPFF poderiam ser mantidos por respeitar as novas condições. Bernanke (2015) afirma que estes eram poderes que ele estava contente em perder, pois eram portas abertas para ação muito discricionárias e geradoras de risco moral. Geithner (2015), no entanto, se mostra bem menos otimista. Em sua visão que sempre apostou em um amplo mandato e liberdade para os reguladores, a impossibilidade de se criar empréstimos pontuais que poderiam servir como

pontes para soluções mais definitivas em momentos de stress consistia numa grave perda. Isso seria ainda agravado, pois uma segunda ferramenta foi perdida nas negociações de Dodd-Frank: a capacidade do FDIC de ampliar suas garantias, como usado no controle da GCF em seu momento mais agudo. Naquela ocasião, o FDIC garantiu as novas dívidas emitidas pelos bancos, ajudando a manter o fluxo de financiamento rodando. Assim, diz Geithner (2014, epílogo, par. 54):

*While Dodd-Frank's resolution authority will help firefighters in the future, its elimination of the FDIC guarantee authority will hinder the response to the next crisis. And the final legislation took away the Fed's ability to intervene with specific firms, as it did with Bear, AIG, Citi, and Bank of America; that power wouldn't be as necessary if the FDIC still had broad guarantee authority, but losing both could be disastrous.*

Assim, o FDIC não tem mais autonomia para garantir dívidas dos bancos em futuras crises, retirando um instrumento que ajudara a conter a fuga dos credores. O arranjo final determina que além do apoio formal do Tesouro e do FED, o FDIC precisa da aprovação do Congresso para este tipo de ação, constituindo sem dúvida uma dificuldade formidável numa eventual futura crise. Tal perda preocupou de forma intensa Geithner, que tentou de todas as formas reestabelecer estes poderes, chegando a ser assegurado pelo Senador Dodd de que o instrumento seria novamente incluído nas sessões de harmonização em que Câmara e Senado formataram a versão final da Dodd-Frank articulando as versões aprovadas em cada casa. Isso jamais aconteceu. Em um relato apresentado por Geithner (2014), uma assistente do Senador Dodd em conversa logo após a costura final que permitiu a aprovação da nova legislação, teria dito que em um ou dois anos o Tesouro teria que voltar ao Congresso e solicitar o ajuste, e que até lá, todos deviam torcer para que uma nova crise não surgisse.

Se os reguladores tiveram as duas perdas acima citadas, ganharam também um novo instrumento com poder concentrado no FED. Como discutido na seção sobre o regulador sistêmico, o FSOC pode agora determinar certos elos do sistema como *Financial Market Utilities* (FMUs), entendidos como os sistemas que asseguram *clearing*, accertos e pagamentos

entre os grandes agentes do sistema. Uma vez determinados como FMUs, essas organizações passam a ser reguladas pelo FED, que pode estabelecer padrões mais exigentes de gestão de risco. Mais do que isso, estas instituições passam a acessar serviços até então exclusivos para os bancos membros, podendo por exemplo ter contas no FED. Além disso, em circunstâncias incomuns e exigentes, os mesmos termos da seção 13(3) algumas vezes discutida neste trabalho, as FMUs poderão acessar a janela de redescontos do FED. Como aponta Baker (2013b), essa é uma nova dimensão do papel de *lender of last resort* do FED que radicalmente transforma o papel do banco central nos mercados, consistindo numa considerável expansão da rede de proteção federal sobre o sistema financeiro. Tais poderes parecem ainda mais relevantes quando se observa que os critérios e termos que determinam a possibilidade de designação de uma instituição como uma FMU são bastante abrangentes e, alargando no limite a interpretação legal, uma instituição individual com relevante papel sistêmico poderia ser assim designada.

### **3.5 Requerimento de capital, alavancagem e liquidez**

Na visão defendida pelo governo, de que mais do que um sistema imune a crises, o importante era tornar o sistema capaz de absorvê-las melhor, os três pontos de ação mais relevantes, como testemunhou Geithner (2014) ao Congresso eram “capital, capital e capital”. Esse foco em aumentar o colchão de capital dos bancos já era evidente na defesa enfática que Geithner fizera dos testes de *stress*, de fato uma inovação relevante no processo de combate à crise: simulando o impacto de um cenário de adversidade no balanço dos bancos, descobre-se quanto capital necessitam. Garantindo então este nível mínimo de capitalização, o mercado pode voltar a funcionar normalmente. O ponto crítico passa a ser então a definição de quanto capital necessitam.

Para esse ponto, mais uma vez, a visão de Geithner era de uma solução tecnocrática: a definição destes níveis deveria ficar a cargo dos reguladores e, assim, fora de Dodd-Frank.

Geithner teve sucesso razoável em sua empreitada e Dodd-Frank não especifica tais valores. No entanto, a emenda Collins, esboçada pela equipe do FDIC de Sheila Bair, e incluída nas discussões finais da nova legislação acabou por ser aprovada a despeito da resistência do Tesouro. Entre outros dispositivos,<sup>111</sup> a emenda estabelece que os requerimentos de capital a serem especificados pelo FED e demais reguladores não podem ser menores do que aqueles estabelecidos pelo FDIC para os bancos menores sob sua jurisdição, assim como não podem ser menores do que os níveis vigentes para estes bancos no momento de aprovação de Dodd-Frank. O FDIC assim buscou brechar qualquer possível favorecimento aos grandes bancos globais e, de forma concreta, acabou por estabelecer patamares mínimos para a regulação futura. Ainda assim, os reguladores seguiram com razoável margem de manobra. Dessa forma, as definições sobre os níveis exatos de requerimento de capital foram detalhadas pelos reguladores nos anos seguintes à aprovação da legislação. Nesse processo, tiveram o desafio de conduzir análises técnicas que buscassem o equilíbrio satisfatório entre segurança do sistema e oferta de crédito para a economia. Mais do que isso, buscaram harmonizar as determinações de Dodd-Frank com as recomendações de Basileia III.

Os acordos de Basileia, nascidos a partir de uma movimentação norte-americana na década 80 (KAPSTEIN, 1991), tinham o objetivo de harmonizar os padrões internacionais de regulação, e tiveram sempre foco especial nos requerimentos de capital. Os requerimentos propostos por Basileia tiveram seus patamares e conceitos de cálculo sucessivamente atualizados por meio de versões costumeiramente chamadas de Basileia I, Basileia II e Basileia III, aprovados respectivamente em 1988, 2004 e 2010. Assim, Basileia III nasceu já sobre a sombra da GCF e 6 meses após a promulgação da Dodd-Frank, e foi revisado em junho de 2011.

---

<sup>111</sup> A emenda Collins também acabou por forçar os bancos a adotar uma definição mais restritiva do que compõe o Capital Tier 1 e estender os requerimentos de capital também para as *holdings* bancárias.

Pode-se dizer que a relação entre Basileia III, Dodd-Frank e sua posterior implementação pelos reguladores norte-americanos é de iteração. Foram os EUA, com os termos de Dodd-Frank e, em especial, o acúmulo de debates internos e as visões de suas agências reguladoras nos debates internacionais, que ajudaram a moldar Basileia III.<sup>112</sup> Por outro lado, uma vez publicados os padrões de Basileia, eles se tornaram uma referência relevante para a implementação dos novos requerimentos nos EUA, que foram publicados de forma definitiva em outubro de 2013. A partir desta dinâmica, tanto Basileia III como a regulação norte-americana emergiram com 3 princípios-chave: requerimentos de capital, nível de alavancagem e requerimentos de liquidez, discutidos a seguir.

Antes, no entanto, é preciso evidenciar que a regulação norte-americana a respeito desses temas apresenta padrões de exigência distintos para bancos de diferentes tamanhos e características. Os padrões aqui explicitados são aqueles que Dodd-Frank estabeleceu para os bancos com mais de U\$ 50 bilhões em ativos, patamar este que foi aumentado para U\$ 250 bilhões pelo *Regulatory Relief Act* aprovado em 2018. Além disso, reforçando a relevância do FSOC debatido nas seções anteriores, o Conselho ao estabelecer qualquer instituição, mesmo que não bancária, como SIFI, determina que esta passa a ser regulada pelo FED e a ter que passar pelos mesmos requerimentos discutidos a seguir.

### **3.5.1 Requerimentos de capital**

Os requerimentos de capital tem sido a essência dos acordos de Basileia desde sua primeira versão em 1988 e sempre constituíram importante ferramenta de regulação nos EUA. Fundamentalmente, os requerimentos constituem um patamar mínimo de capital que os bancos

---

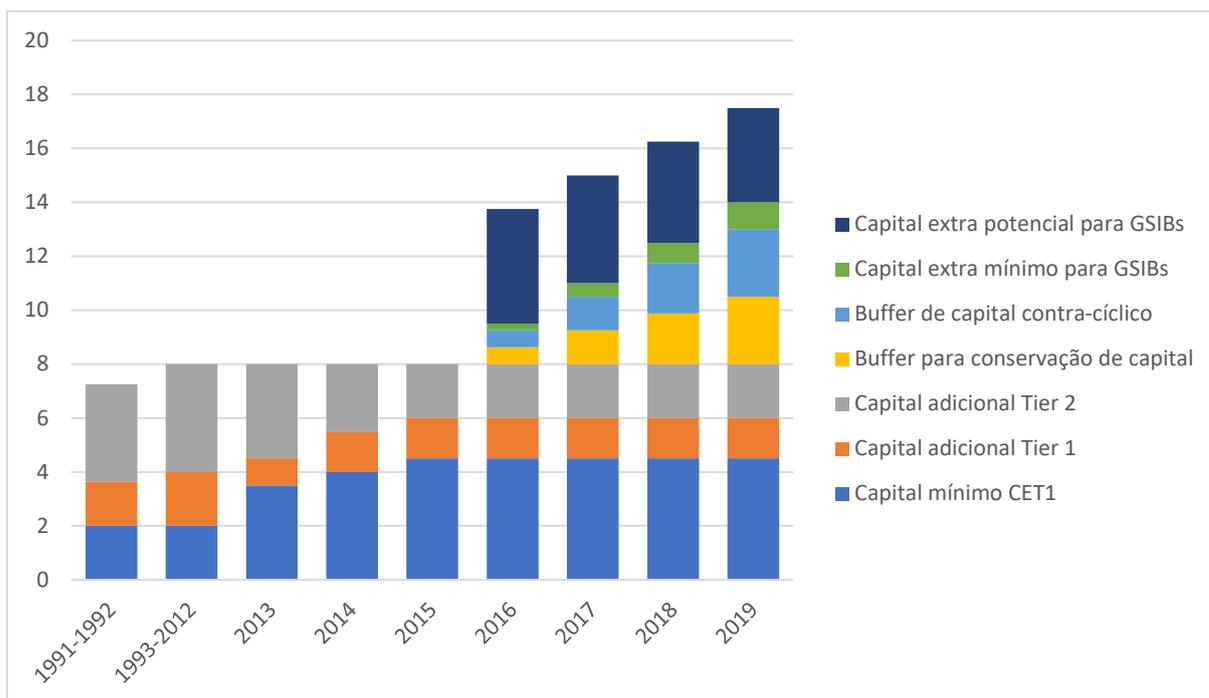
<sup>112</sup> Bair (2015) traz um rico relato do processo de debate para definição dos patamares de capital em Basileia III. Sua posição sempre foi a de níveis de exigência mais altos, contrastando com uma posição menos demandante por parte do Tesouro. O FED acabava agindo com um fiel da balança. O relato de Bair também ajuda a entender as posições dos demais países, com destaque para as posições japonesas e especialmente alemãs de resistir à termos mais exigentes. No entanto, um relato mais detalhado destes debates está além do escopo deste trabalho.

devem possuir em relação aos seus ativos, servindo como um colchão para suportar perdas no caso de desvalorização de seu portfólio. No entanto, em sua implementação por Basileia os ativos não são tratados da mesma forma, sendo ponderados de acordo com seu risco, de forma que mais capital é necessário como contrapartida a ativos mais arriscados. No caso de títulos públicos, por exemplo, nenhum capital é necessário. Assim, a evolução dos requerimentos de capital nas sucessivas versões de Basileia diz respeito não só à elevação dos patamares exigidos, mas também uma transformação no entendimento de quais os pesos devem ser usados para os diferentes ativos. Além disso, a compreensão de quais instrumentos podem ser tratados como capital também foi se modificando no decorrer do tempo.

Essa evolução dos requerimentos do capital fica evidenciada pela figura 17, que mostra os patamares utilizados nos EUA. Como se observa, o período que se estende de 1991 a 2012 e assim sob o manto de Basileia I e II, trabalha com níveis bastante similares. Em 2013, com a introdução da nova regulamentação já inspirada por Basileia III, se observa uma transformação qualitativa: O *Common Equity Tier 1* (CET 1), a medida mais restrita do que compõe o capital, ganhou relevância muito maior em relação aos demais componentes do *Capital Tier 1* e *Capital Tier 2*<sup>113</sup>. Tal medida está em linha com a percepção gerada durante a GCF de que apenas o capital em sua definição mais fundamental se mostrou de fato um mecanismo de defesa relevante (BARTH & MILLER, 2017). Assim, Basileia III e sua implementação nos EUA sem dúvida aumenta a qualidade do colchão de capital das instituições.

---

<sup>113</sup> As definições de capital tier 1 e 2 não são perfeitamente coincidentes nas definições de Basileia e dos EUA, mas são razoavelmente próximos. Pode-se dizer que em geral capital tier 1 é composto pelo capital dos acionistas e lucros retidos. Já o capital tier 2 é ampliado, pois também considera outros elementos como reservas reavaliadas e instrumentos híbridos de capital e dívida. Para uma discussão completa do que compõe cada categoria de capital ver Barth & Miller (2017).



**Figura 17: Evolução dos requerimentos de capital**

Fonte: Elaboração do autor a partir dos dados compilados por Barth & Miller (2017)

O segundo movimento evidenciado pela figura 16 entra em cena a partir de 2016. É aí que três instrumentos criados nas regulações de 2013 começam a ser implementados, com valores crescentes: *Buffer* para conservação de capital, *Buffer* de capital contra-cíclico e capital extra para GSIBs, *global systemically important banks*, que é o termo usado em Basileia para o que a regulação norte-americana classificou como SIFI (*Systemically Important Financial Institution*). Antes de descrevê-los, é importante destacar que para os 3 instrumentos também estamos falando de uma exigência de capital CET 1. O primeiro deles, o *buffer* para conservação de capital, constitui um colchão extra de capital obrigatório de 2,5% dos ativos. Em tempos de stress financeiro, eventualmente a instituição pode não alcançar a totalidade deste *buffer*, mas, em contrapartida, pode ter suas políticas de distribuição de dividendos e de remuneração de executivos restringidas por seus reguladores. Já o *buffer* de capital contra-cíclico pode ser imposto pelos reguladores como ferramenta de contenção em momentos de expansão excessiva do sistema e, por outro lado, ser zerado em momentos de contração. Seu limite máximo também é de 2,5% dos ativos. Por fim, Basileia introduziu uma demanda extra

de capital para os grandes bancos globais, os GSIBs. Em reconhecimento de seu caráter “*too-big-to-fail*”, os bancos assim identificados estão sujeitos a um requerimento adicional de capital, cujo valor exato varia de firma para firma entre 0 e 4,5% a partir de uma análise de algumas características: tamanho da instituição, interconectividade, substituibilidade, complexidade, atividades inter-jurisdicionais e dependência de *wholesale funding*. Como referência e partindo destes critérios, o adicional de capital definido em 2017 para os grandes bancos americanos é apresentado na tabela 3:

<b>Banco</b>	<b>Capital-extra</b>
JP Morgan Chase	2,50%
Bank of America	2%
Citigroup	2%
Goldman Sachs	1,50%
Wells Fargo	1,50%
Bank of New York Mellon	1%
Morgan Stanley	1%
State Street	1%

**Tabela 3: Capital-extra exigido para GSIBs norte-americanos em 2017**

Fonte: Financial Stability Board (2017)

Dessa forma, fica evidente que os requerimentos de capital foram ampliados de forma substantiva no pós GCF, aumentando a capacidade das instituições de suportar choques e imprimindo uma carga anti-cíclica ao sistema. Uma forma de evidenciar isso é por meio de um exemplo concreto: Um banco como o JP Morgan possuía um requerimento de capital Tier 1 de 4% dos seus ativos ponderados antes das reformas, sendo metade, 2%, composto de CET 1. Agora, seus requerimentos de capital mais relevantes são todos baseados em CET 1 e não Tier 1, ou seja, uma base ainda mais restrita. Estes requerimentos foram ampliados para 9,5%, sendo 4,5% de capital mínimo, adicionados de 2,5% do *buffer* de conservação e 2,5% pelo seu caráter de GSIB. Assim, JP Morgan saltou de uma exigência de CET 1 de 2% para 9,5%, e este valor poderia ser ampliado caso o FED acionasse os *buffers* de capital contra-cíclico.

É importante lembrar que ainda que Dodd-Frank tenha apontado na direção da ampliação dos requerimentos de capital, a linguagem legislativa era vaga suficiente para deixar margem de manobra para que os reguladores impusessem estas medidas de forma bastante branda. Na verdade, os reguladores já dispunham dos poderes necessários antes da Dodd-Frank para estabelecer padrões como os atuais. De toda forma, os bancos têm respondido a estas demandas adicionais de capital migrando seus ativos para um portfólio de menor risco e aumentando seu capital especialmente por meio de retenção de lucros (TARULLO, 2017).

Contudo, os requerimentos de capital acima descritos, ao considerar diferentes ativos com diferentes pesos em função de seu risco, implicam em dois potenciais problemas. O primeiro diz respeito à forma de medir o risco dos diferentes ativos e, assim, definir de forma correta os pesos<sup>114</sup>. A esse respeito, uma das inovações trazidas por Dodd-Frank, foi a proibição de uso dos *ratings* produzidos pelas agências de risco para qualquer medida regulatória, o que implicou em considerável trabalho para os reguladores construírem novos padrões para determinar o risco de certos ativos. O segundo problema está no fundamento de um novo mecanismo introduzido por Basileia III: o nível de alavancagem.

### **3.5.2 Nível de Alavancagem**

A atribuição de pesos a certos grupos de ativos abre a possibilidade de um “uso abusivo” do modelo pelas instituições financeiras, encontrando modos de reter ativos mais arriscados, e de maior retorno, mas que por alguma razão se encaixam em categorias regulatórias de menor risco, *gaming the risk*, na expressão em inglês. Outro risco dessa abordagem é que a própria concentração em certos papéis vistos como de menor risco pode por si criar um risco sistêmico. Isso foi observado nos anos que antecederam a GFC, com acúmulo das tranches AAAs dos

---

<sup>114</sup> Para uma abordagem mais sistemática das questões ligadas aos pesos usados para os ativos ver Acharya, Engle, e Pierret (2014) e Barth & Miller (2017).

CDOs que disparavam menor necessidade de capital assim como a corrida pelos CDSs emitidos pela AIG, que tinham o mesmo efeito.

Para tratar de questões como essa, a Basileia III passou a contar com um novo instrumento: o nível de alavancagem. O nível de alavancagem é uma medida bruta de risco, pois não utiliza qualquer peso para ponderar os ativos. Assim, a simplicidade de sua medida, basicamente o resultado da divisão entre ativos totais e capital Tier 1, pode, de forma combinada com os requerimentos de capital, criar um arcabouço de segurança mais robusto para o sistema. Relevante ainda notar que são incluídos agora no cálculo também a exposição a ativos fora dos balanços das instituições, impedindo que os bancos sigam usando SIVs para fugir da regulação.

Ainda que como instrumento mandatário o nível de alavancagem seja uma novidade em Basileia, a regulação nos EUA sempre trabalhou com estes dois indicadores, entendendo que a articulação de ambos seria fundamental para um menor risco sistêmico (TARULLO, 2017). Nesse caso, a inovação norte-americana pós GCF é sua severidade: enquanto o padrão estabelecido em Basileia III para o nível de alavancagem é de 3%, os reguladores norte-americanos definiram para as SIFIs um requerimento adicional, o *Supplementary Leverage Ratio* (SLR). Além dos 3% requeridos por Basileia, o SLR determina um adicional de 2%, ampliado para 3% para as subsidiárias com depósitos assegurados pelo FDIC, ou seja, patamares totais de 5% e 6% respectivamente. Com isso, as instituições baseadas nos EUA passaram a ter restrições em sua alavancagem quase duas vezes mais severas que a dos padrões internacionais. Como não poderia deixar de ser, esse patamar superior de exigência tem sido objeto de constante reclamação dos bancos.

No entanto, uma possível alteração nesses requerimentos adicionais já vinha sendo discutida no Governo Obama e foi publicada em 2018 mas ainda não possui data para aplicação efetiva. Nela, esse adicional de 2% ou 3%, que atualmente é aplicado de forma uniforme para todas SIFIs, seria substituído por um adicional variável firma a firma, tendo como base os

mesmos critérios usados para estabelecer o requerimento de capital para cada SIFI como discutido na seção anterior. De forma concreta, isto implicaria num adicional variável entre 0,5% e 2,25% e, em média, constituiria uma redução das exigências atuais. (BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2018a)

De toda forma, a introdução de um patamar máximo de alavancagem que efetivamente constrange a operação dos bancos e a expansão de seus balanços é um substancial legado de Dodd-Frank.

### **3.5.3 Requerimentos de liquidez**

Tanto os requerimentos de capital quanto o nível de alavancagem estão preocupados com o colchão de capital dos bancos e demais SIFIs para suprir eventuais perdas. Dessa forma, são medidas que procuram assegurar a solvência destas instituições em uma crise, ou seja, que a despeito das perdas que ocorrerão, no longo prazo a instituição seja viável. No entanto, no coração da GCF estiveram os problemas de liquidez, ou seja, de disposição de caixa de forma imediata. Os bancos mantinham em seu portfolio ativos de maturação mais longa, como os tão falados *tranches* AAA de CDOs baseados em títulos *subprime* e financiavam tais posições majoritariamente no *wholesale market*, com fontes de curto prazo. Quando estes mercados foram se fechando a medida que a GCF se agravava, as instituições se viam cada vez mais pressionadas em termos de disponibilidade de caixa e foi esse gargalo que quase colapsou o sistema. Nesse sentido, os reguladores norte-americanos, em consonância com as proposições de Basileia III e as diretrizes de Dodd-Frank, incluíram pela primeira vez dois requerimentos mínimos de liquidez que podem oferecer mais resiliência ao sistema nos momentos de *stress*

máximo. Eles são o *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), apresentados de forma mais detalhada a seguir.<sup>115</sup>

O conceito por trás do LCR é simples: a instituição deve ter liquidez suficiente para honrar todos os pagamentos que terá que fazer por trinta dias. Ou, de outra forma, como o LCR é calculado dividindo as disponibilidades financeiras pela soma das saídas de caixa esperadas nos próximos 30 dias, o LCR precisa ser maior do que 100%. No entanto, operacionalizar esse conceito implica em uma série de premissas e definições. Assim, começamos pelo denominador, ou seja, o montante de caixa que será demandado em 30 dias: para estimar as saídas de caixa, simula-se em um cenário de *stress* quais seriam as fugas de cada uma das fontes de financiamento do banco, ou seja, qual o percentual de depósitos no varejo e de financiamento *wholesale* que seriam perdidos. De forma concreta, os reguladores definiram percentuais específicos para cada instrumento. Por exemplo, a fuga de depósitos no varejo assegurados pelo FDIC é estimada em apenas 3% enquanto *repo* de papéis de aceitação reduzida são estimados em 100%. Considera-se aqui também as possíveis demandas de capital originadas por elementos *off-balance sheet* e linhas de crédito já oferecidas a clientes. Dessa estimativa de saída, são deduzidos os recebimentos estimados, ou seja, as entradas em caixa como pagamentos de juros, e chega-se assim a demanda total de liquidez da instituição em 30 dias. Este é o montante de financiamento que seria perdido em uma situação adversa e frente ao qual a instituição precisará aportar recursos.

Para o numerador, ou seja, o fôlego financeiro da instituição, se estabeleceu o novo conceito de *High Quality Liquid Assets* (HQLA). Os HQLA são os ativos que podem ser facilmente transformados em dinheiro e, assim, suprir a necessidade de caixa disparada pela perda de financiamento. Mais uma vez, há um longo trabalho dos reguladores para determinar

---

<sup>115</sup> Elliot (2014) oferece ao mesmo tempo uma ótima introdução ao tema e uma apresentação detalhada de seus mecanismos e é base para a apresentação feita nesta seção.

o que é HQLA e como devem ser contabilizados, já que alguns ativos menos líquidos podem compor o HQLA desde que com um haircut aplicado. Ativos de nível 1 são considerados em sua integralidade para composição do HQLA: grosso modo são ativos nível 1 as reservas no banco central e títulos governamentais, ativos que durante a GCF mantiveram seu valor e seguiram com ampla aceitação. Já os ativos de nível 2, que não devem perfazer mais do que 40% do total do HQLA, são ativos como os títulos hipotecários garantidos pela Fannie Mae e Freddie Mac e ações e títulos de dívida de grandes empresas (dependendo de alguns fatores o *haircut* varia de 15% a 50% nestes exemplos). Dessa forma, o LCR funciona como um teste de *stress* simplificado, em que se verifica se a instituição teria capacidade de sobreviver pelos 30 dias seguintes. Esse é um horizonte de tempo um tanto arbitrário, mas que concede aos reguladores mínimo fôlego para conceber uma resposta mais articulada a um *stress* financeiro severo. Quando se compara essa solução ao “*before-asia-opens-mode*” citado por Bernanke, em que soluções emergenciais eram construídas em um final de semana, o LCR promete conceder um horizonte minimamente mais tranquilo à ação estatal no caso de uma crise.

É importante notar que essa metodologia de cálculo por um lado incentiva os bancos a trabalharem o máximo possível com depósitos, em especial o de consumidores no varejo garantidos pelo FDIC, já que sua perda em uma crise é estimada em apenas 3%. Por outro lado, desincentiva o financiamento de curto prazo em função das altas estimativas de fuga destes recursos em um cenário adverso. Com isso, o LCR acaba por mexer com os modelos de negócios dos bancos e suas estratégias de financiamento.

Como no caso dos níveis de alavancagem, a implementação do LCR nos EUA foi mais dura do que os padrões de Basileia III, e isso pode ser observado em três níveis. A primeira diferença se dá no cálculo dos fluxos de caixa de saída. Enquanto para Basileia o que importa é o cumulativo dos trinta dias, a versão norte-americana da LCR implica em uma análise dia a dia durante os trinta dias, capturando eventuais picos de *stress* durante o período. A segunda

diferença está na definição dos ativos elegíveis para o nível 2 como HQLA, em que os EUA adotaram uma postura restrita excluindo itens como *covered bonds*.<sup>116</sup> Títulos municipais, aceitos por Basileia III, também haviam sido excluídas inicialmente nos EUA. Contudo, o *Regulatory Relief Act* aprovado por Trump em 2018 deu o status de Nível 2 a esses títulos (RUSS, 2018). Por fim, os tempos mínimos para adoção dos novos padrões foi mais curto nos EUA do que pelos padrões de Basileia, entrando em vigor em 2015 (POZSAR, 2017b).

Pozsar (2016a) oferece uma comparação que mostra quão inovadora para o sistema é a implementação da LCR. Para isso, contrasta a LCR com o tradicional instrumento das reservas, usadas historicamente pelos bancos centrais para exigir que uma disponibilidade mínima de recursos dos bancos esteja estacionada no banco central como contrapartida à base de depósitos que o banco possui. No cálculo das reservas, nenhum outro passivo dos bancos, que não sejam os depósitos domésticos, é levado em conta e, inclusive, esse foi um dos elementos centrais de fomento do mercado de eurodólar: como os depósitos *offshore* não eram considerados, os bancos conseguiam expandir suas operações sem necessidade de reservas adicionais. A LCR indiretamente dá fim a esta brecha. Sua base de cálculo considera não só os depósitos domésticos, mas todo e qualquer recurso de curto prazo captado pelo banco, independentemente se o mesmo foi usado por uma de suas subsidiárias, um *broker-dealer* afiliado, ou sua *holding company* seja ela *onshore* ou *offshore*. Com isso, a LCR pode ser considerada um regime de reservas que de fato opera globalmente, com a ressalva de que as contrapartidas não têm que ser necessariamente reservas, podendo contar com outros instrumentos de liquidez, os HQLA. Dessa forma, a LCR é um salto estrutural que eleva o nível de liquidez considerado necessário para os bancos, penalizando o financiamento de curto prazo.

---

<sup>116</sup> *Covered bonds* são similares a um *asset back security*, no sentido de que o título está baseado no fluxo de caixa ligado a um *pool* de ativos. Porém, em um *covered bond* o credor pode acionar diretamente o emitente do papel no caso de problema de recebimento, numa configuração chamada de *dual recourse*.

A segunda medida de liquidez introduzida após a GCF foi o *Net Stable Funding Ratio* (NSFR). A preocupação desse indicador, em contraste com o LCR, é de uma avaliação em um prazo mais ampliado, exigindo que as instituições financiem seus ativos assim como suas atividades *off-balance sheet* a partir de fontes suficientemente estáveis em uma análise com horizonte de um ano. Para isso, o NSFR compara o montante de financiamento estável disponível, *Available Stable Funding* (ASF), com a necessidade de financiamento estável, *Required Stable Funding* (RSF), que é exigida em função do portfolio de ativos e SIVs ligados à instituição. A relação entre eles deve ser maior do que 1, ou seja, o montante de financiamento disponível maior do que o requerido.

O financiamento estável disponível é calculado observando o perfil do passivo da instituição e os prazos de maturação destes instrumentos. A partir dessas características, cada categoria de passivo tem seu montante multiplicado por um peso: por exemplo, *common equity* é considerado com peso 100%, a estabilidade máxima, já que esses não são perdidos em um ano. Já depósitos assegurados pelo FDIC tem peso de 95%, pois acredita-se que o seguro garante que não haverá uma grande perda destes. Por outro lado, boa parte do *wholesale funding* tem peso 0 e assim não são considerados como fontes estáveis de financiamento.

Da mesma forma, pesos diferentes são utilizados para avaliar a demanda por financiamento estável considerando o quão facilmente os ativos podem ser vendidos ou seu prazo de maturação. Assim, como exemplo, um *repo* com outro banco exige 50% de financiamento, ações de uma grande companhia 15% enquanto títulos do Tesouro não carregam nenhum peso.

O NSFR tem se mostrado uma medida muito mais polêmica que a LCR, até porque seus objetivos são mais confusos e com isso as métricas mais arbitrárias. Se a LCR é muito clara em tentar identificar a capacidade da instituição de sobreviver a uma tempestade de 30 dias, o NSFR tem uma meta de evitar um nível alto de transformação de maturidade com bases

arriscadas. Isso deveria desincentivar o financiamento de ativos de longo prazo com fontes de curto prazo. No entanto, o consenso sobre qual o nível ideal de transformação de maturidade é mínimo. Até por essas razões, enquanto o LCR foi implementado por completo em 2016, apenas em 2018 as regras finais do NSFR foram definidas.

### 3.5.4 Testes de *stress* regulares

Os três pilares acima descritos para regulação de capital, alavancagem e liquidez, são complementados nos EUA por testes de *stress*, que avaliam como se comporta o balanço das instituições em três cenários: normal, adverso e extremamente adverso e essas precisam demonstrar capacidade de absorver os choques no cenário mais negativo. Até mesmo em função do sucesso dos testes de *stress* durante a fase aguda da GCF, Dodd-Frank estipula que testes sejam feitos de forma anual, num programa estruturado posteriormente como DFAST (*Dodd-Frank Act Stress Test*).

No entanto, o DFAST acabou se tornando um esforço regulatório secundário ao menos para os grandes bancos. Esses estão sujeitos também ao CCAR (*Comprehensive Capital Analysis & Review*)<sup>117</sup>, também um programa com testes de *stress* que compartilha as premissas do DFAST, só que adiciona um elemento essencial: os planos de ação para o capital, nos quais as instituições precisam indicar quais seus planos para os próximos quatro trimestres em relação ao uso de capital, incluindo propostas de distribuição de dividendos e recompras de ações. Com base nos resultados do CCAR, o FED pode demandar mudanças nos usos esperados do capital, como por exemplo a redução da distribuição de dividendos para aumentar o capital retido de uma instituição, obtendo assim voz e comando sobre políticas internas das companhias até então fora de seu campo de interferência.<sup>118</sup> Esta é uma considerável inovação que empodera o FED

---

<sup>117</sup> Além do DFAST e do CCAR, os grandes bancos também devem realizar semestralmente testes de *stress* internos.

<sup>118</sup> Além dos usos do capital, o CCAR também permite que o FED avalie e demande melhoras em outras dimensões como melhoria de controles internos e políticas de gestão de risco.

e coloca os bancos sob forte escrutínio governamental, além de mexer no balanço entre Estado e mercado ao permitir que os reguladores tenham voz ativa sobre escolhas até então puramente privadas.

Recentemente, no segundo trimestre de 2018, o FED (BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2018b) colocou para discussão pública uma proposta que pode integrar ainda mais a política de testes de *stress* com os requerimentos de capital e alavancagem descritos acima. De forma simplificada, o que a proposta do FED sugere é a substituição do *Buffer* para conservação de capital, hoje padronizado em 2,5%, por um nível determinado de forma individualizada, companhia por companhia a partir dos resultados de seus testes de *stress*, que vem sendo chamado de *stress capital buffer*. Da mesma forma, uma camada adicional de proteção de alavancagem seria criada com a mesma lógica, substituindo a SLR. Essa movimentação está alinhada com a visão de Randal Quarles, o novo líder no FED para questões regulatórias indicado por Trump em substituição a Daniel Tarullo. Para ele é necessário customizar as regras para que essas se tornem menos gerais e mais sensíveis ao risco real derivado de cada instituição, numa espécie de alfabetaria regulatória (QUARLES, 2018). Contudo, como já apontado, a linha entre ajustes que promovem melhoras graduais no arcabouço regulatório e ajustes que, gradualmente, desmontam este mesmo arcabouço é tênue e de difícil identificação.

### **3.6 Regulação de bancos internacionais**

A emenda Collins, introduzida com apoio do FDIC durante os debates da Dodd-Frank, não apenas determinou níveis mínimos de capital para os bancos, mas também introduziu uma novidade no ambiente regulatório norte-americano: a determinação de que as operações norte-americanas de bancos internacionais estejam sujeitas aos mesmos requerimentos que os bancos norte-americanos. Tal fato é uma ruptura em relação à abordagem histórica do FED, que sempre

entendeu que cabia às matrizes oferecer suporte financeiro no caso de qualquer dificuldade em suas operações locais, num arranjo internacional que indiretamente estabelecia a cada regulador local responsabilidade sobre a atuação global de suas instituições.

Tal dispositivo, apesar de forte *lobby* dos bancos estrangeiros e também de reguladores internacionais, foi implementado pelo FED em regulamentos publicados em 2012 e 2014 (CHON & HALL, 2014). Assim, esses bancos estrangeiros precisaram passar a contar com uma *intermediate holding company* (IHC) integralmente capitalizada, seguindo os padrões de capital, alavancagem e liquidez debatidos na seção anterior. O patamar de ativos, no entanto, que dispara esta demanda foi inicialmente proposto como U\$ 10 bilhões e, no regulamento final publicado em 2014, ampliado para U\$ 50 bilhões.

O *Regulatory Relief Act* aprovado pelo legislativo em 2018, voltou a mexer com esse patamar. Embora o gatilho para a criação da IHC siga em U\$ 50 bilhões, os requerimentos de capital, alavancagem e liquidez e testes de *stress* mais severos são agora disparados por um mínimo de U\$ 250 bilhões em ativos, o que poderia excluir bancos como BNP Paribas, Credit Suisse, Barclays e Deutsche da supervisão mais acentuada. No entanto, uma medida introduzida nos momentos finais do debate concedeu a prerrogativa ao FED de exigir que bancos entre U\$ 100 bilhões e U\$ 250 bilhões que lhe parecerem relevantes também tenham que cumprir os padrões mais elevados (SCHROEDER, 2018a). Assim, a regulação mais rígida tornou-se menos garantida. Isto ganha ainda mais relevância quando se considera que recentemente Quarles, o novo responsável pela regulação no FED, tenha sugerido que bancos estrangeiros possivelmente deveriam ser submetidos à uma regulação mais leve no que tange à exigência de capital, pois já contariam com o apoio de suas matrizes (SCHROEDER, 2018b). Sua visão é de que os mais duros padrões atuais estão duplicando, ou melhor, multiplicando os colchões de capital, já que cada jurisdição estaria exigindo proteção de capital para as subsidiárias locais. Caso os EUA flexibilizassem suas demandas, outros países fariam o mesmo, num movimento

que acabaria por ampliar as condições de crédito no globo e evitaria conflitos entre diferentes jurisdições no caso de uma falência. Caso essa visão se consolide, consistiria em um relevante desmonte de uma novidade introduzida por Dodd-Frank. No entanto, enquanto esse movimento não ocorre, é preciso ressaltar que essa regulação mais dura, com as operações estrangeiras, constitui um forte movimento de centralização do poder do FED e dos mercados nos EUA, enfraquecendo os mercados de eurodólar, já que se tornaram menores os ganhos advindo de uma arbitragem regulatória. (POZSAR, 2016a).

### 3.7 *Money Market Funds*

Ainda que o *Reserve Primary Fund* tenha “*broke-the-buck*”<sup>119</sup> durante setembro de 2008, disparando ações emergenciais do FED e do Tesouro para estabilizar os *money market funds* e evitar uma corrida dos investidores, Dodd-Frank não estipulou de forma mandatória mudanças sobre seu funcionamento. Ainda assim, o setor passaria por uma profunda transformação na última década.

A SEC (*Securities and Exchange Commission*), responsável pela sua regulação, publicou em 2009 e aprovou em março de 2010, ainda antes da aprovação de Dodd-Frank, novos regulamentos que aumentavam a exigência de liquidez dos fundos, os proibia de atuar com ativos de longo prazo e reduzia o escopo possível dos portfólios, restringindo-os à papéis de maior qualidade. Além disso, introduzia alguns conceitos de testes de *stress*. No entanto, a reforma foi percebida por muitas vozes no campo regulatório como muito tímida. O FED, a própria Mary Schapiro, então presidente da SEC, e o recém-criado FSOC demandavam mudanças mais profundas.

Após a aprovação de Dodd-Frank, houve pressão crescente por mudanças mais profundas, mas a maior parte dos conselheiros da SEC seguiam reticentes em relação a maiores

---

<sup>119</sup> Como já debatido, este é o termo que registra a queda das cotas de um *Money Market Fund* abaixo de US\$ 1.

mudanças (FEIN, 2013, LEWIS, 2016). Até por isso, o FSOC, usando os poderes concedidos pela nova regulação que o autorizavam a questionar e demandar das agências regulatórias certos ajustes, requereu em 2012 que a SEC avançasse com novas reformas. Seja por efeito dessas pressões ou por mudanças na percepção dos membros do Conselho da SEC, alimentadas por um relatório detalhado produzido pela própria agência que apontava para uma fuga para qualidade em tempos de *stress* financeiro, a SEC decidiu avançar com novas regulações que foram publicadas de forma definitiva em 2014 para aplicação a partir de 2016. No coração dessas reformas estavam duas percepções validadas por esses estudos da SEC, e que também estavam alinhadas com demandas apontadas pelo FED e o FSOC: em momentos de nervosismo no mercado, os investidores fugiam dos *Prime Funds*, fundos que contém em seu portfólio títulos privados, para fundos com investimento exclusivo em títulos governamentais. Além disso, investidores institucionais, e mais sofisticados, reagiam com muito mais velocidade aos sinais do mercado, retirando seus fundos com maior velocidade e expondo assim os investidores menores a um maior risco.

Para tratar essas questões, diversas reformas foram exigidas, com destaque para três instrumentos. O primeiro corresponde a uma série de ajustes técnicos na contabilização e comunicação dos fundos que, na prática, determinam o fim do *stabel NAV (Net Asset Value)*, ou seja, da histórica correspondência nos MMFs de que cada ação vale U\$ 1,00, o que sempre sinalizou uma estabilidade aos investidores e a percepção de que o investimento era tão seguro quanto uma conta bancária. Agora, os fundos precisam atualizar o preço de suas ações diariamente em função das flutuações de valor de seu portfólio, ou no termo comum ao mercado, os fundos tiveram que adotar um *floating NAV*. Os outros dois instrumentos buscam atacar diretamente a questão de crises de liquidez. Caso os *Weekly Liquid Assets (WLA)* do fundo, ou seja, ativos de extrema liquidez, que podem ser facilmente transformados em dinheiro

em caixa em uma semana, caíam a menos do que 30%<sup>120</sup>, sinal de que uma corrida contra o fundo está em ação, o conselho gestor do fundo pode impor taxas de liquidez e criar um portão de resgates. A taxa de liquidez, que pode ser de até 2%, implica em perdas para os investidores que desejam retirar seu capital, sendo que caso o WLA caia a menos de 10% uma taxa de 1% é mandatória a menos que o conselho do fundo se pronuncie de forma contrária. Já o portão de resgate autoriza o conselho gestor do fundo a impedir que resgates sejam feitos por até dez dias em um período de três meses, ajudando assim a conter ainda no início uma disputa por quem é mais veloz, e assim menos prejudicado, nos resgates.

Essas medidas foram aplicadas para todos os MMFs, com exceção dos fundos com investimento exclusivo em títulos governamentais, os chamados *government money market funds*<sup>121</sup>. Como consequência, houve uma migração massiva dos fundos *prime*, que investem em títulos privados, para os fundos governamentais assim que a reforma entrou em vigor. Tal transformação carrega consideráveis impactos para a liquidez dos mercados e seu funcionamento, o que será melhor debatido no capítulo 4.

### 3.8 *Volcker Rule*

Como afirma Litan (2012), não existem evidências de que *proprietary trading*, ou seja, quando um banco atua no mercado não a serviço de seus clientes, mas por conta própria, colocando o capital da instituição em risco, tenha tido papel relevante na GCF. Apesar disso, a ideia de impedir que bancos corram riscos apoiados ou subsidiados por uma base de capital que é assegurada pelo governo, sempre pareceu atraente para os defensores de mais regulação. Adicionada ao caráter quase mítico que muitas vezes o *Glass-Steagall Act* de 1933, com sua

---

<sup>120</sup> Como referência, Lewis (2016) aponta que na média em 2011 os fundos operavam com WLA de 50%.

<sup>121</sup> A outra exceção diz respeito ao *floating NAV* para os fundos de varejo, ou seja, aqueles que são usados pelo cidadão comum e não investidores institucionais. Estes fundos seguem podendo utilizar o *stable NAV*, embora estejam sujeitos ao *liquidity fee* e ao *redemption gate*. De certo modo, a reforma procurou manter para o *average Joe*, o cidadão médio, o sentimento de que um MMF é como uma conta bancária.

separação estrita entre bancos comerciais e bancos de investimento, carrega em certos setores do debate público era inevitável que esses temas tivessem certa centralidade no debate das reformas pós 2008.

Apesar disso, na visão conservadora defendida por Geithner e o Tesouro, não havia espaço para qualquer medida neste sentido. O foco era fazer o sistema *safe to fail* e não mudar seu funcionamento básico. Assim, na proposta inicial de Dodd-Frank oferecida pelo Tesouro, não havia qualquer menção à separação entre bancos comerciais e de investimento ou restrições à *proprietary trading*. A entrada desse tema na legislação, por meio da *Volcker Rule*, se daria diretamente pelo campo da política, no meio das discussões no Senado para aprovação da legislação.

O registro mais comum<sup>122</sup> é que a vitória do Senador republicano Scott Brown nas eleições especiais de 19 de janeiro de 2009 em Massachusetts, que acabara por tirar dos democratas o controle majoritário do Senado, disparou uma reação política do Governo Obama. O presidente, que sempre parecera atraído pela ideia de se banir o *proprietary trading*, decidira fazer de sua implementação um ato político, um símbolo de ação dura contra Wall Street. Assim, nomeou a medida em homenagem a Paul Volcker, que vinha defendendo a ideia e carregava uma aura de autoridade, e a lançou em um evento público preparado às pressas apenas dois dias após a eleição de Scott Brown. Geithner (2014) nega esta versão da história, afirmando que a inclusão da *Volcker Rule* já havia sido definida antes da eleição. Ainda assim, explicitamente reconhece seu caráter político, até porque conceitualmente ele se mostra contrário a qualquer medida nesta direção: a inclusão da *Volcker Rule* era uma forma de trazer o peso do ex-presidente do FED para as reformas e aumentar sua chance de aprovação no Congresso. A medida pareceria dura com os bancos e ajudaria a criar uma onda de apoio popular capaz de levar o conjunto da legislação adiante.

---

<sup>122</sup> Ver, por exemplo, Kaiser (2013)

Em seu desenho básico, a *Volcker Rule* contava com dois dispositivos. O primeiro era a proibição dos bancos de operarem *hedge funds* internos e a restrição de seu investimento em *hedge funds* e fundos de *private equity* externos.<sup>123</sup> O segundo consiste na proibição de se engajar em *proprietary trading*, com algumas exceções, como a negociação de títulos do governo, o uso de derivativos para reduzir riscos ou fazer *hedge* de riscos internos e atividades ligadas aos papel de *market-making*. Essa última exceção merece atenção especial, pois os grandes bancos cumprem relevante papel de *market makers* constantemente publicando valores de compra e venda para diversos títulos e assim garantindo um mercado muito mais lubrificado, já que existe um agente sempre pronto a comprar e vender. Mais do que isso, é uma atividade fundamental para o funcionamento dos mercados financeiros modernos. Geithner (2014), aliás, afirma que só aceitou apoiar a introdução da *Volcker Rule* quando sua equipe acreditou ter chegado a um esboço de linguagem legislativa que não causaria danos excessivos a esta função. Contudo, para cumprirem este papel de *market makers* os bancos precisam manter um portfolio em carteira, numa atividade que em termos formais muito se assemelha a *proprietary trading* - a distinção se dá na intenção muito mais do que no conteúdo formal da transação.<sup>124</sup>

Por isso, o grande desafio da *Volcker Rule* é sua operacionalização. Migrar de um conceito direto, proibir que bancos se engajem em *proprietary trading*, para um detalhamento que permitisse definir o que é *proprietary trading* de modo claro o suficiente para que cada transação de um banco possa ser classificada como condizente ou em violação da regra se provou uma complicada tarefa. Se o próprio Volcker desejou que o dispositivo fosse não fosse mais do que um documento de quatro páginas (STEWART, 2011), a realidade seria muito

---

<sup>123</sup> Segundo os regulamentos aprovados, os bancos podem investir até 3% de seu capital Tier 1 nestes fundos, desde que sua participação não seja maior do que 3% e que o banco explicitamente que nenhuma de suas garantias será estendida aos fundos.

<sup>124</sup> Kregel (2012, p.54) oferece o seguinte exemplo: “[...] um banco que presta serviços de hedge de câmbio e de taxa de juros pode considerar necessário manter tais contratos a fim de proporcionar sua melhor execução para os clientes, e seria difícil diferenciar estas atividades da pura especulação com fundos próprios.”

distinta, transformando-se em regulamentos de centenas de páginas, com necessidade de aprovação pelos conselhos de cinco diferentes agências norte-americanas e que seriam finalizados somente em 2013 com aplicação a partir de 2015. A grande polêmica seria como definir o enquadramento das exceções citadas e em sua essência a regulação final colocava o ônus nos bancos, que deveriam provar que cada transação tinha caráter de *market-making* ou de *hedge* interno.

Apenas para exemplificar tal complexidade, o documento final exigia dos bancos a criação de áreas de compliance com obrigatoriedade de envio de relatórios de ao menos sete métricas: (1) *Risk and Position Limits and Usage*, (2) *Risk Factor Sensitivities*, (3) *Value-at-Risk and Stress VaR*, (4) *Comprehensive Profit and Loss*, (5) *Inventory Turnover*, (6) *Inventory Aging*, and (7) *Customer Facing Trade Ratio* (BAO, O'HARA & ZHOU, 2016).

As regulações promulgadas com base na *Volcker Rule* passaram a ser aplicadas de forma completa a partir de 2015. No entanto, com menos de três anos de sua aplicação, em 2018, os reguladores publicaram uma nova proposta que reformula sua implementação. Assim como em outros temas, esse é um debate que se iniciou ainda no Governo Obama<sup>125</sup> mas que ganha luz durante o Governo Trump. A proposta é complexa e seu documento original, aberto para comentários públicos em maio de 2018 possui mais de trezentas páginas, mas tem sido visto pela cobertura especializada como mantendo o espírito da legislação original, porém com uma inversão do ônus da responsabilidade: se antes havia uma presunção de culpa e os bancos precisavam provar que uma certa operação não constituía uma violação da *Volcker Rule*, agora haveria uma presunção de inocência. Um exemplo seria o abandono de um contestado mecanismo que apontava que qualquer operação de curto prazo, com menos de sessenta dias de duração, seria considerada como *proprietary trading* a não ser que o banco pudesse

---

<sup>125</sup> Tarullo (2017) oferece uma boa visão das razões por trás das mudanças. Para uma análise crítica, ver Gelzinis (2018).

comprovar que não era. Tal dispositivo seria substituído por uma análise dos resultados financeiros gerados pelas operações, que não deveriam gerar ganhos ou perdas excessivas e assim caracterizariam uma atividade de *market making* (BLACKWELL, 2018). Outra mudança sugerida e em linha com o observado em outros campos da regulação, é uma tentativa de simplificar o processo para os bancos menores mantendo um controle maior sobre as grandes instituições com a definição de diferentes requerimentos a depender do tamanho do portfolio da instituição.

No mesmo sentido, o já mencionado *Regulatory Relief Act* também reformou a *Volcker Rule*, concedendo exceções para bancos menores. Esse ato também passou a permitir uma prática vedada em Dodd-Frank: que os bancos emprestassem seus nomes para *hedge funds* e fundos de *private equity*, uma estratégia de marketing que muitas vezes implicitamente indica o suporte do banco a estes fundos. Como já discutido em outras seções, uma mudança aparentemente cosmética, mas de difícil avaliação no presente momento de seu impacto futuro. De toda forma, uma avaliação mais robusta das implicações da implementação da *Volcker Rule* ainda é um trabalho a ser construído.

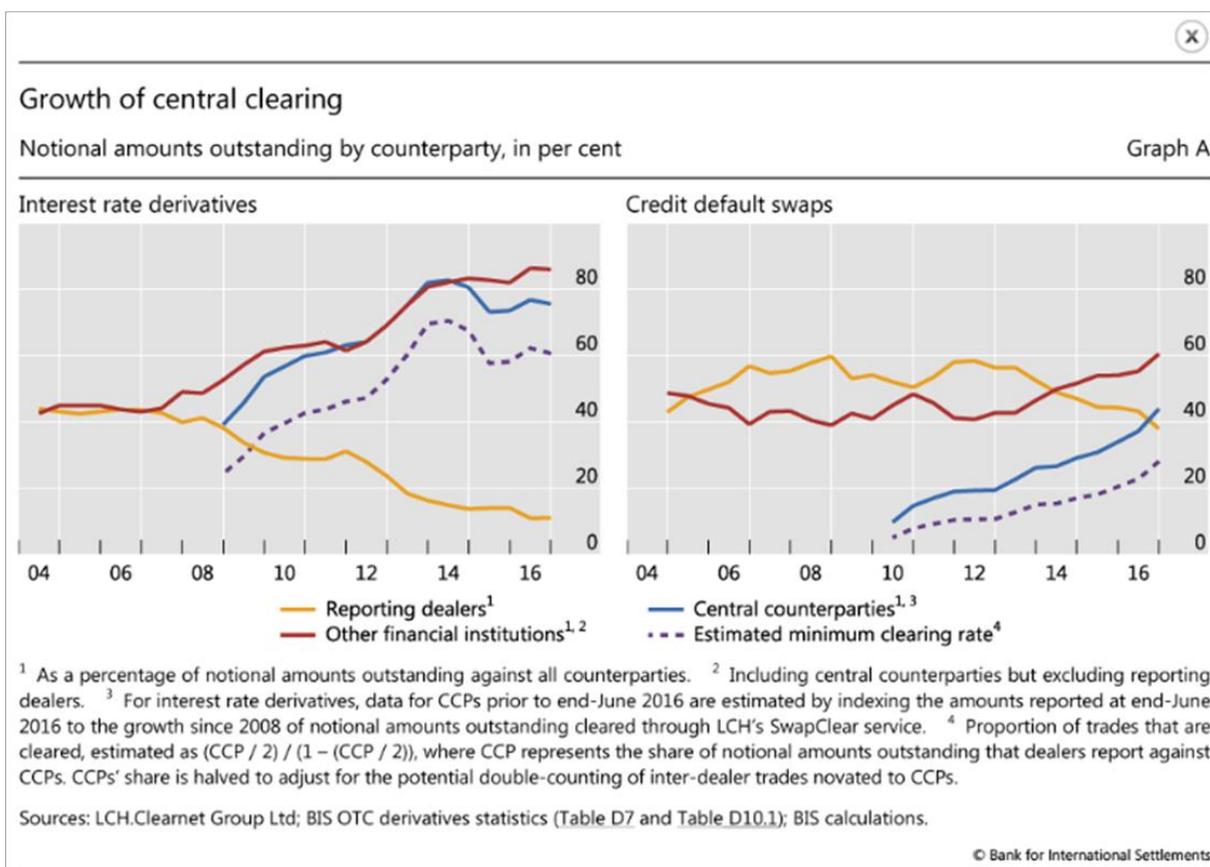
### **3.9 Derivativos**

Durante as últimas décadas, o mercado de derivativos nasceu e se expandiu exponencialmente dentro de um arcabouço regulatório de mínima intrusão governamental. Como aponta Pagliani (2013), em todo esse período a abordagem regulatória adotada esteve pautada numa premissa de que os próprios incentivos privados poderiam ser canalizados para assegurar um mercado estável. Isso levou a um quadro de vácuo de informações durante a GCF: nem o mercado nem os reguladores tinham uma visão clara da posição e exposição dos atores, sem dúvida ajudando a disseminar o pânico durante a fase mais aguda da crise.

Dodd-Frank é então um marco a romper com esse paradigma, adotando uma abordagem que consolida a autoridade regulatória. De forma geral, pode-se observar que as mudanças propostas focavam em diminuir o risco de contraparte assim como ampliar a informação pública disponível (RICHARDSON, 2012). Tais objetivos são alcançados por alguns dispositivos, sendo um dos principais a obrigatoriedade de um número maior de derivativos terem que ser padronizados, negociados por meio de plataformas eletrônicas ou bolsas e contar com os serviços de uma câmara de compensação, ou seja, uma contraparte central (*Central Counterparty Clearing House - CCP*) para sua liquidação. As CCPs garantem que transações em um determinado derivativo serão completadas mesmo que uma das partes do negócio original não honre sua posição, o que ao menos em tese pode evitar um efeito de contágio e pânico por receio da capacidade de liquidez das contrapartes, sem dúvida uma das razões do pânico de 2008. A presença de uma CCP também ataca a questão do “*too-big-to-fail*”, já que, ao menos em tese, um dos seus efeitos disruptivos seria controlado pelo fato de seus contratos serem honrados pela CCP. (MEHRLING, 2014)

Assim, a CCP torna-se um elo central do mercado, mas agora é seu funcionamento que precisa ser assegurado. Dessa forma, as CCP são um caso clássico das FMUs (*Financial Market Utilities*), debatidas na seção sobre o regulador sistêmico e a janela de liquidez. As CCPs, entendidas como uma FMU, passam a ser reguladas pelo FED e, mais do que isso, podem acessar a janela de redescontos do FED em situações emergenciais, desde que com aprovação da maioria do Conselho do FED e autorização do Secretário do Tesouro. Com isso, as negociações de um número cada vez maior de derivativos deixam de se dar diretamente entre as 2 partes envolvidas para se incluir um intermediário que garante a execução do negócio. A

figura 18 a seguir mostra de forma clara esta ascensão do uso de contrapartes centrais em dois dos mais relevantes mercados de derivativos.<sup>126</sup>



**Figura 18: Evolução de *central clearing* nos mercados de derivativos**

Extraído de Wooldridge (2017). Dados origininais da LHC.Clearmet Group Ltd. e estatísticas de derivativos OTC do BIS.

Outro dispositivo determinado por Dodd-Frank mas cuja implementação só começou a ocorrer efetivamente a partir do final de 2016 (WOOLDRIDGE, 2016) é a exigência de um nível maior de capital e de *margin call* para todos os derivativos não liquidados em uma contraparte central. Dessa forma, a regulação estabeleceu incentivos crescentes para que os derivativos sejam cada vez mais padronizados e centralizados. Além disso, independentemente de sua natureza, Dodd-Frank criou a obrigatoriedade de que os contratos sejam registrados em instrumentos denominados repositórios de negócio, disponibilizando assim informações

<sup>126</sup> Os dados são globais, porém como o movimento internacional de regulação dos derivativos seguiu a linha apontada pelos norte-americanos, é razoável supor que o movimento aí observado é fidedigno ao que vem ocorrendo nos EUA.

públicas como preço e volume. Mais recentente, o grande desafio regulatório em relação aos derivativos tem sido a harmonização da legislação internacional.

Um campo de derivativos OTC que mereceu atenção especial em Dodd-Frank são os derivativos ligados às *comodities*. Apesar de um debate acadêmico ainda inconcluso sobre a possibilidade de manipulação de preços com impacto na economia real a partir do investimento especulativo nestes mercados futuros, o Congresso norte-americano determinou que a CFTC estabelecesse “limites de posição”, ou seja, tetos que limitem a influência de um único agente sobre um mercado, evitando a criação de distorções de preço. (CLAPP & HELLEINER, 2012) No entanto, os desafios de operacionalização desta regra somada a oposição da indústria financeira, fez com que a regra ainda não tenha sido 100% finalizada e implementada mesmo em 2018.

Ainda assim, diversas reformas ainda mais intrusivas e com caráter decisivamente anti-mercado chegaram a ser debatidas no processo de formulação de Dodd-Frank. Uma delas seria a restrição no uso de CDS sem uma base material, da mesma forma que não se pode contratar um seguro sobre um bem não possuído ou no qual o agente não tenha interesse direto. No entanto, iniciativas mais agressivas como esta foram barradas no processo legislativo sob forte oposição do setor financeiro. (HELLEINER, 2015)

Curiosamente, um dos debates mais acirrados durante o processo legislativo da construção do Dodd-Frank acabou por ter baixo impacto após sua promulgação. Trata-se da emenda Lincoln, que proibia instituições, que contam com algum tipo de apoio governamental, como depósitos assegurados ou acesso à janela de redescontos do FED, de se engajar nos mercados de *swap*. De forma concreta, esperava-se que a emenda Collins obrigasse os bancos a separar ou até abandonar suas operações de derivativos. Junto da *Volcker Rule*, os dois dispositivos seriam midiaticamente considerados o símbolo de uma nova era mais dura contra a Wall Street. Dessa forma, não deixa de ser reveladora a semelhança no processo de construção

de ambas. Tanto a emenda Lincoln quanto a *Volcker Rule* não constavam do projeto original do Tesouro. Pelo contrário, Geithner lutou até o último momento pela revogação ou suavização das mesmas. Assim como a *Volcker Rule* foi introduzida por questões políticas, o mesmo se deu com a emenda Lincoln: a Senadora Lincoln, candidata a reeleição e ameaçada nas prévias democratas por uma candidata mais à esquerda, ofereceu a emenda num ato que a ajudara em seu posicionamento eleitoral, criando a imagem de que era dura contra os bancos. A jogada daria certo e ela venceu as prévias, mas dias depois, como sua vaga garantida, aceitou um acordo para aliviar os termos da emenda e abrir diversas brechas e exceções à sua aplicação. A realidade é que a versão aprovada, ainda que propagada como o símbolo de um novo momento, teve baixo impacto. Estima-se que apenas 5% dos derivativos tiveram que migrar para novas instituições (FITCH RATINGS, 2012). Além disso, com pouquíssimo alarde, novas legislações foram aprovadas pelo Congresso em 2014 e implicaram na virtual revogação da emenda Lincoln (NILI, 2015).

### **3.10 Securitização - *Skin in the game***

Uma das mais relevantes transformações do sistema financeiro nas décadas que antecederam a GCF foi a adoção crescente do modelo de originação e distribuição, em que os empréstimos oferecidos por um banco não mais ficam em seu balanço. No novo modelo, os empréstimos são reempacotados em novos produtos financeiros e vendidos a investidores. Muitos analistas enxergam nesta prática (PRUNANANDAM, 2011, KEYS et al., 2009) um dos fundamentos da GCF, já que o novo modelo teria diminuído a qualidade da análise de crédito para concessão dos empréstimos.

Dessa forma, Dood-Frank buscou remediar tal situação exigindo que os originadores do empréstimo tenham que manter sua pele em jogo, ou seja, que uma proporção dos riscos, em geral 5%, não pudesse ser vendida ou protegida por *hedge*, garantindo assim que o originador

seguisse exposto ao risco do empréstimo realizado. Sem dúvida, a medida parece fazer sentido para manter um alinhamento de interesses na cadeia financeira, mas não deixa de ser irônico observar que foi justamente o fato de que os grandes bancos ainda retinham em mãos parte significativa dos papéis hipotecários de baixa qualidade por eles originados que dispararam as grandes perdas que funcionaram como um gatilho da GCF (KREGEL, 2012).

A regulamentação completa deste dispositivo de Dodd-Frank foi publicada apenas quatro anos após a promulgação da lei, em 2014. E assim como em diversos outros dispositivos, seu formato final acabou por se mostrar muito menos agressivo do que a aparência e intenção da legislação inicial. Em um dos mercados de crédito mais importantes, e absolutamente central para a GCF, o hipotecário, a realidade é que a exigência foi praticamente abandonada. Dodd-Frank abria uma exceção para retenção de riscos no caso de hipotecas de alta qualidade, *Qualified Residential Mortgages* (QRM) (NORRIS, 2014). As primeiras ideias eram de que o status de QRM deveria requerer uma proporção bastante alta de entrada, ou seja um grande pagamento inicial do comprador da casa, diminuindo assim a chance de *default*. No entanto, o desenho final da legislação abriu diversas brechas pelas quais a retenção de risco poderia ser dispensada. Nas palavras de Barney Frank, o patrocinador da Dodd-Frank: “*The loophole has eaten the rule, and there is no residential mortgage risk retention.*” (NORRIS, 2014, não paginado) De forma interessante, as exceções foram inclusive apoiadas por grupos de interesse dos consumidores, acreditando que tais práticas menos invasivas poderiam ampliar a oferta de crédito que seguia limitada. Se não bastasse, alguns dos papéis que sobreviveram às regulações com obrigatoriedade de retenção de risco têm sido isentos dessa prática em função de vitórias judiciais de alguns originadores com base em detalhes técnicos (POZEN, 2018), tornando o dispositivo ainda menos relevante.

### 3.11 Agências de *rating*

As agências de *rating*, com a concessão de avaliações excessivamente otimistas nos anos anteriores à GCF, também estiveram no centro do debate regulatório, tanto por suas falhas metodológicas, como pela ausência de procedimentos consistentes e seus conflitos de interesse (KREGEL, 2012). Assim, Dodd-Frank abriu espaço para uma maior intervenção estatal no setor. Para isso, concedeu mais poderes fiscalizadores para a SEC, demandando mais controles internos das agências e melhorias em suas políticas de governança. Estas medidas têm sido implementadas, com a SEC produzindo um relatório anual com reparos e sanções às políticas das empresas.

Outro dispositivo de Dodd-Frank era a obrigatoriedade da retirada de qualquer menção aos *ratings* das agências na regulação financeira. Essa é uma mudança significativa pois diversas medidas regulatórias antes da GCF indicavam por exemplo a necessidade de um título ser avaliado como AAA para disparar certas facilidades regulatórias. As diversas agências reguladoras em larga medida implementaram tal medida, usando basicamente três abordagens distintas (SOROUSHIAN, 2016). A primeira, e mais comum, é simplesmente uma definição do que a agência reguladora entende como um título digno de crédito cabendo então à entidade regulada justificar que seu título se encaixa nesta categoria, o que confere alto grau de discricionariedade às agências. O segundo método foi o desenvolvimento de modelos matemáticos pelas agências reguladoras, que são compartilhados com as empresas reguladas. Por fim, avaliação de outros terceiros que não as agências de risco foram incorporadas. Como exemplo, as avaliações de risco-país produzidos pela OECD foram incorporadas para se avaliar o risco de *default* de títulos soberanos e, assim, o nível de requerimento de capital necessário.

Outras iniciativas, no entanto, foram abandonadas. Por exemplo, uma medida importante oriunda da Dodd-Frank buscava lidar com o modelo de negócio das agências de risco. O modelo vigente é o de *issuer-pays*, em que é o emissor do título que paga pela avaliação, avaliação esta

que será na verdade usada pelo comprador/investidor. Este modelo carrega em si um conflito de interesse, já que uma avaliação ruim por parte da agência tende a levar novos negócios de avaliação para um competidor. Assim, Dodd-Frank determinou que SEC (*Securities and Exchange Commission*) e a GAO (*Government Accountability Office*) realizassem um estudo e recomendassem um novo modelo de negócio. Os estudos foram feitos e debates realizados, porém nenhuma recomendação de substituição do modelo de negócio foi efetivada. Dodd-Frank determinava que se isso não ocorresse, a SEC deveria estabelecer uma política de distribuição randômica das avaliações, ou seja, ao invés do criador do título escolher a empresa que lhe oferecesse um padrão mais relaxado de avaliação, seu avaliador seria escolhido aleatoriamente a partir de uma lista de empresas qualificadas para aquele produto. Com isso, se encerraria a busca do emissor de um título por uma agência de *rating* que adotasse padrões mais relaxados de análise. Tal medida, no entanto, jamais foi implementada (RIVLIN & SOROUSHIAN, 2017).

Da mesma forma, a legislação também buscava aumentar a responsabilidade legal das empresas de *rating*, assim como já ocorre com empresas de auditoria. No entanto, menos de um ano após a aprovação de Dodd-Frank, o Congresso aprovou nova legislação abandonando esta diretriz, que também se mostrava bastante passível de contestação judicial, já que as agências de risco tem se defendido de qualquer contestação legal sob o argumento de que seria uma restrição à Primeira Emenda, ou seja, à liberdade de expressão (NÄSTERGARD, 2016).

### **3.12 Hedge Funds**

O impacto regulatório sobre os *hedge funds* após a GCF não foi significativo (KREGEL, 2012). A principal medida de Dodd-Frank a seu respeito é a necessidade de que os mesmos devem se registrar, sendo a SEC seu regulador para aqueles com atuação ampla geográfica ou maior volume. Além disso, há algumas exigências em termos de manutenção de registros, de

forma que mais informações possam estar disponíveis se necessário. No entanto, os *hedge funds* podem ser impactados indiretamente em função de outro dispositivo aqui já explorado, já que o FSOC pode determinar um *hedge fund* como sistemicamente importante e assim colocá-lo sob a vigilância e requerimentos do FED.

### **3.13 Proteção ao consumidor**

Outra inovação significativa de Dodd-Frank para o cenário regulatório norte-americano, mas de pouco relevância para o objeto desta pesquisa, foi a criação do *Consumer Financial Protection Bureau*, uma nova entidade autônoma, alojada no FED, mas ao mesmo tempo com gestão independente desse, com função de proteger o consumidor de serviços financeiros. Sua criação foi um dos debates mais acalorados de Dodd-Frank, com forte rejeição da indústria, mas importante papel político na aprovação da legislação.

### **3.14 Temas sem mudanças significativas**

No balanço que faz em seu livro da Dodd-Frank, Bernanke (2015) aponta três lacunas da nova legislação. A primeira diz respeito à necessidade de reforma dos *money market funds*, que de fato ficara fora de Dodd-Frank, mas que posteriormente foi regulada de forma mais estrita pela SEC. As outras duas lacunas seguem em aberto. Uma delas é o status da Fannie Mae e Freddie Mac. De fato, dez anos após a GCF, as duas GSEs seguem com o mesmo status indefinido, e sempre apontado como temporário, desde a intervenção de 2008. O Governo Trump recentemente sugeriu a completa privatização de ambas as empresas (MOTT, 2018), mas da mesma forma que ocorrera com outros movimentos nesta última década, até aqui a proposta não ganhou força suficiente para se impor na agenda legislativa. De forma concreta, ambas empresas seguem como pilares do sistema de financiamento imobiliário nos EUA e desfrutam de total suporte governamental no atual momento.

O segundo elo não tocado pela nova legislação na visão de Bernanke é o risco de corridas nos mercados de financiamento de curto prazo, em especial o mercado *repo*. Esse ponto é especialmente relevante para as instituições não bancárias, já que os bancos passaram a contar com os requerimentos de liquidez que, ao menos em parte, mitigam estes riscos. Tarullo (2015) mostra-se plenamente de acordo e coloca a necessidade de regulação sobre esta área como o desenvolvimento mais crítico ainda não realizado. De fato, o FED tem considerado a aplicação de regulações no mercado *repo* similares às que impôs aos derivativos negociados fora das contrapartes centrais, exigindo assim um nível de maior de *haircut* para minimizar a exposição e risco nestes mercados. No entanto, ainda não houve movimentação decisiva neste sentido e não se tem clareza se a saída de Tarullo com a entrada de Quarles modificará este panorama. Esse segue um desenvolvimento pendente em relação à agenda original de mudanças.

Bernanke, no entanto, não menciona um tema sobre o qual o Congresso pouco interferiu, possivelmente porque este era mesmo o desejo do presidente do FED: as linhas de *swap* internacional. A despeito da ampla magnitude da Dodd-Frank, abarcando desde temas amplos como um regulador sistêmico até detalhes da regulação de certas hipotecas pontuais por meio do *Consumer Financial Protection Bureau*, a realidade é que a nova legislação praticamente se silencia a respeito desta inovação tida por muitos como a grande novidade no combate à GCF. Como ressalta Baker (2013), as únicas menções às linhas de *swap* são uma determinação de que as mesmas sejam incluídas em uma ampla auditoria da GAO (*U.S. Government Accountability Office*) a respeito das ações de resposta à GCF e que certos dados constassem no *website* do FED. Assim, em termos práticos, os amplos poderes que o FED possuía para estender linhas de *swap* internacionais seguiram intactos e com baixíssimo nível de supervisão externa.

### 3.15 Resumo das reformas

Como se pode ver, Dodd-Frank e as demais reformas implementadas após a GCF, consistem em um amplo arco de revisões do funcionamento de múltiplos mercados, em geral dentro do marco conservador já constante das propostas originais de Geithner e alinhado com a visão da maioria legislativa. A reforma abriu espaço para que os reguladores aumentassem de forma considerável as exigências de capital e alavancagem e a criação de requerimentos de liquidez. Estabelece ainda a criação de alguns novos órgãos, tanto para lidar com questões macro do sistema, com o FSOC e a gestão do risco sistêmico, assim como questões mais pontuais, com o *Consumer Financial Protection Bureau*. Retira ainda alguns poderes emergenciais de uso relevante na crise, como os empréstimos pontuais do FED e as garantias bancárias do FDIC, mas também oferece novos, quando abre a janela de descontos do FED às FMUs.

De forma geral, Dodd-Frank pode ser vista como uma solução moderada, pois não reinventa o sistema financeiro norte-americano, mas sim como uma ampla peça reformista, que introduz novidades em múltiplos pontos do sistema. Para facilitar esta visualização geral, consolidamos na tabela 4 um quadro-síntese das principais reformas debatidas.

#### **Tabela 4: Resumo das mudanças regulatórias nos EUA**

Fonte: Elaboração do autor.

TEMA	MEDIDAS
Risco sistêmico	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Criação do FSOC, presidido pelo Secretário do Tesouro e composto por representantes das 8 agências reguladoras + 1 membro independente</li> <li>- FSOC pode demandar ações por parte das agências reguladoras</li> <li>- FSOC pode designar instituições não bancárias como SIFIs e FMUs para supervisão pelo FED</li> </ul>
Resolução de firmas	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Criação da OLA</li> <li>- Obrigação do desenvolvimento de living wills</li> </ul>
Programas de liquidez e garantias	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fim da possibilidade do FED criar ações customizadas para uma única instituição em perigo</li> <li>- Necessidade de aprovação no Congresso para que FDIC garanta dívidas bancárias</li> <li>- Possibilidade do FED abrir a janela de liquidez para FMUs</li> </ul>
Requerimentos de capital, alavancagem e liquidez	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Substituição de Tier 1 por CET 1 como referência nos requerimentos de capital</li> <li>- Criação de novos requerimentos de capital, por meio de buffer de conservação, buffer contra-cíclico e capital extra para SIFIs;</li> <li>- Níveis de alavancagem mais controlados, com a introdução da SUR;</li> <li>- Criação de equerimentos de liquidez por meio do Liquidity Coverage Ratio - LCR e Net Stable Funding Ratio - NSFR</li> <li>- Institucionalização dos testes de stress, com planos de uso de capital controlados pelo FED</li> </ul>
Bancos estrangeiros	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Exigência de holding baseada nos EUA e integralmente capitalizada</li> </ul>
<i>Volcker Rule</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Proibição dos bancos de operarem hedge funds internos e a restrição de seu investimento em hedge funds e fundos de private equity externos;</li> <li>- Proibição de proprietary trading, mas com diversas exceções que tornaram a regra de difícil aplicação</li> </ul>
Derivativos	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Obrigatoriedade de mais derivativos negociados em câmara de compensação, ou seja, uma contraparte central (Central Counterparty Clearing House - CCP)</li> <li>- Exigência de um nível maior de capital e de margin call para todos os derivativos não liquidados em uma contraparte central</li> </ul>
Securitização	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Originadores de empréstimo precisam manter uma proporção dos riscos - em geral 5% - que não pode ser vendida ou protegida por hedge</li> </ul>
Agências de rating	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Retirada do uso de ratings das agências de qualquer ação regulatória;</li> <li>- Maior acompanhamento por parte da SEC.</li> </ul>
<i>Money Market Funds</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Maior exigência de liquidez</li> <li>- Proibição de atuar com ativos de longo prazo</li> <li>- Adoção de floating NAV para fundos institucionais</li> </ul>
<i>Hedge Funds</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Adoção de liquidity fee e redemption gate para fundos prime</li> <li>- Necessidade de registro e disponibilização de informações</li> </ul>
Proteção ao consumidor	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Criação do Consumer Financial Protection Bureau</li> </ul>

Um outro ponto chama a atenção e merece ser notado: a progressiva suavização de seus dispositivos após a sua aprovação pelo Congresso. Nesse sentido, a primeira onda se deu entre a promulgação da lei e sua efetiva regulamentação pelos órgãos responsáveis. Nessa passagem, a securitização de papéis imobiliários, por exemplo, praticamente se tornou isenta dos requerimentos de *skin in the game* e o modelo de negócio das agências de *rating* não foi transformado.

A segunda onda de suavização combina dois movimentos. Por um lado, o natural ajuste regulatório após a aprovação de uma lei tão complexa como a Dodd-Frank, já que é esperado que após alguns anos de experiência certos dispositivos tenham que ser aperfeiçoados. Esse movimento se combina com a chegada de Trump e uma agenda de menor força regulatória no poder, constituindo assim uma segunda onda de suavização. Esse é um movimento ainda não encerrado e com muitas medidas ainda em debate. Estão nesse status medidas como uma simplificação da *Volcker Rule*, customização dos requerimentos de capital e alavancagem para os grandes bancos, menores exigências para os bancos internacionais e um enfraquecimento do FSOC.

Por fim, Dodd-Frank também tem sido suavizada por ação direta do Legislativo, também aproveitando-se do fato que a ascensão de Trump foi acompanhada de uma nova maioria republicana no Congresso. Assim, a emenda Collins que poderia reduzir o papel dos bancos no mercado de derivativos foi revogada e com a aprovação do *Regulatory Relief Act* a quantidade de bancos sob maior escrutínio do FED e maiores requerimentos de capital foi reduzida, entre outras medidas.

Ainda assim, Dodd-Frank é um marco fundamental na regulação financeira dos EUA, rompendo com o paradigma de absoluta desregulação que havia se consolidado antes da GCF. Uma interpretação mais completa das reformas e seu impacto será realizada no capítulo

seguinte, articulando esta ação de arquitetos do sistema com as ações emergenciais de bombeiros debatidas no capítulo anterior.

## CAPÍTULO 4 - A CENTRALIDADE NORTE-AMERICANA RENOVADA

Este capítulo se propõe a avaliar duas dimensões. A primeira diz respeito às mudanças no funcionamento do sistema financeiro mundial como reflexo das ações do governo norte-americano a partir da GCF tanto em sua dimensão como bombeiros assim como na dimensão de arquitetos. Ao mesmo tempo, o capítulo se propõe a compreender de que forma esta resposta norte-americana e seus desdobramentos sobre o sistema afetaram a posição dos EUA na ordem global.

Para isso, o capítulo se organiza em três grandes blocos. No primeiro, as transformações pela quais passou o *money market*, um dos eixos do sistema financeiro moderno, são debatidas. Em seguida, cinco eixos de reforço da centralidade norte-americana são apresentados. A medida que se discute cada um dos eixos, uma avaliação das transformações no sistema que dão sustentação a esta centralidade renovada é realizada. Por fim, dois novos desafios à estabilidade da nova ordem assim como à posição norte-americana são explorados. Dessa forma, o capítulo se divide nas seguintes seções:

- Mercados em Transformação: o *Money Market*;
- Centralidade Renovada:
  - Centralidade Renovada 1: o Estado como Centro do *Money Market*;
  - Centralidade Renovada 2: *Global Lender of Last Resort*;
  - Centralidade Renovada 3: Hegemonia do Dólar;
  - Centralidade Renovada 4: Regulação e o Entrelaçamento Estado-Bancos;
  - Centralidade Renovada 5: Capacidade de Supervisão;
- Novos Desafios:
  - Novo Desafio 1: a Questão Operacional;
  - Novo Desafio 2: a Questão Política.

#### 4.1 Mercados em Transformação: o *Money Market*

Pode-se dizer que a resposta emergencial norte-americana à GCF, uma vez que assumiu seu caráter mais decisivo no momento de máxima tensão, permitiu que a espiral destrutiva em que o sistema se encontrou por alguns meses fosse controlada. A resposta regulatória que se seguiu procurou manter as bases essenciais do antigo ordenamento e, ao mesmo tempo, tornar o sistema mais resiliente a choques e, no limite, mais *safe to fail*. Essas características permitiram que se afirmasse, especialmente ao se adotar uma lente macro, que a resultante para o sistema tivesse mais caráter de continuidade do que de ruptura. É essa observação que está por trás de uma análise como a de Helleiner (2014), caracterizando a GCF como uma *status quo crisis*.

No entanto, como aponta a máxima histórica de Heráclito, não se mergulha duas vezes no mesmo rio. E o rio que surge após 2008, em especial se observado com uma lente mais micro, é substancialmente distinto do rio que precedeu a crise. A lente micro, que nos leva a uma visão mais acurada de elementos específicos do sistema é necessária pois o coração da transformação do sistema se deu em um dos seus eixos, mais especificamente no *money market*. Ele compreende diversos segmentos nos quais as necessidades e sobras de caixa dos grandes *players*, bancos, gestores de ativos, tesourarias, fundos de investimento e *money dealers*, se encontram, emprestando e tomando emprestado dinheiro ou seus equivalentes de curto prazo.

Esse, no entanto, não é um eixo qualquer. Como aponta Mehrling (2012) é na operação do *money market* que o sistema de crédito e sua vasta rede de pagamentos diariamente é testada e resolvida. Mais do que isso, como debatido no capítulo 1, o *money market* também havia se transformado na fonte primordial de financiamento para as operações de arbitragem que garantem o funcionamento dos mercados numa lógica globalizada e integrada.

Por sua natureza, os bancos são agentes centrais deste mercado, responsáveis pela consolidação das necessidades e disponibilidades de caixa de sua base de clientes e da gestão

de seu próprio portfólio. O segmento central do *money market* para resolução desse sistema por parte dos bancos é o *Fed Funds*, onde trocam reservas do FED. É influenciando esse mercado que o FED determina a taxa de juros. Outros segmentos do *money market* convivem com o *Fed Funds*. O mercado de eurodólar, por exemplo, é o mercado interbancário relevante para bancos que não tem acesso ao FED. Sua taxa é a Libor, *London Interbank Offer Rate*. Outro eixo essencial do *money market* moderno são os mercados *repo*, que não constituem mercados interbancários, mas sim empréstimos baseados em uma operação de venda com o compromisso futuro de recompra de um ativo que atua como colateral no processo. A diferença entre o preço de recompra e o preço de venda constitui a taxa deste mercado. No mercado *repo* atuam amplamente os bancos, mas também um espectro muito mais amplo do mercado.<sup>127</sup>

Esses segmentos do *money market* são substitutos entre si<sup>128</sup> e costumam possuir uma relação hierárquica em termos de taxa, com o mercado *repo* como o mais barato deles e a Libor o mais caro. A atuação do FED, no entanto, se dá exclusivamente sobre a *Fed Funds Rate*, mas sua atuação é transmitida para os demais segmentos do *money market* por meio de arbitragem. Assim, os agentes com acesso a mais de um desses segmentos irá tomar emprestado em um e emprestar recursos no outro até que os *spreads* sejam mínimos, refletindo apenas as diferenças estruturais de acesso entre eles. Mais do que isso, como o *money market* funciona como a fonte de financiamento dos *market makers* também no mercado de capitais, as condições de crédito mais escassas ou abundantes determinadas a partir da definição da *Fed Funds Rate* derivam para os demais mercados de ativos e *commodities* impactando toda a economia.

A interação entre as ações emergenciais do governo norte-americano e as mudanças regulatórias introduzidas na seqüência mudaram radicalmente a operação deste mercado.

---

<sup>127</sup> Tanto o *FED Funds* como a Libor são mercados interbancários, nos quais os empréstimos são feitos sem garantia. Já o *repo*, por definição, tem todos os empréstimos colateralizados.

<sup>128</sup> A descrição aqui oferecida é simplificada, tendo o chamado *money market* alguns outros segmentos. O mercado de *repo*, por exemplo, não é uno, existindo em relações bilaterais e também em uma dinâmica tri-partite, cada um com taxas levemente diferentes. De todo modo, todos os segmentos se conectam pela mesma dinâmica de arbitragem descrita a seguir.

Pozsar (2016b, p. 1), ex-membro do FED de Nova Iorque, *visiting scholar* no FMI e agora um celebrado analista de mercado, assim resume a nova realidade do *money market*: “*Forget everything you know, and start from a blank page*”. Seguindo o conselho de Pozsar, descreveremos a seguir as transformações nesse mercado e o melhor ângulo para isso é entender como o FED implementa sua política monetária.

Antes da GCF, o FED contava com um arcabouço operacional para implementação de sua política monetária minimalista, testado e aprovado pela prática de muitos anos. Como veremos, a resposta do FED e, de forma mais ampla, do governo norte-americano à GCF abalou de forma definitiva este arcabouço e implicou na construção de um novo arcabouço operacional. Tal evento não é trivial. A definição e implementação da política monetária do FED é simplesmente o processo que define o preço mais essencial da economia global, a taxa de juros norte-americana. Uma eventual incapacidade do FED em sustentar sua política seria um fracasso na dimensão mais básica de sua atuação, com efeitos políticos e econômicos significativos. O fato de que um mecanismo tão central como este segue, dez anos após a GCF, ainda em contínuo desenho e aprimoramento oferece uma dimensão não apenas da severidade da GCF mas também do alto grau de inovação e improvisado que a resposta à GCF exigiu. Mais do que isso, segue como uma sombra dos riscos que ainda pairam sobre a estabilidade global e, possivelmente, para a posição norte-americana no globo. Paradoxalmente, ao mesmo tempo que se constitui como um risco, a nova posição oferece ainda mais centralidade ao FED e reforça a posição dos EUA, como veremos adiante.

Antes de avaliarmos tais pontos, no entanto, é necessário apresentar o antigo arcabouço de implementação da política monetária e seu desmonte. Como aponta Potter (2016), o ponto central do antigo arcabouço era a escassez de reservas dos bancos que eram transacionadas no mercado de *Fed Funds*. Os bancos precisam garantir que diariamente, ao encerrar suas operações e como resultado das diversas operações diárias em que se envolvem, com

pagamentos e recebimentos, seus balanços apresentem reservas acima dos mínimos exigidos pelo FED. Como não há qualquer benefício em se possuir reservas em excesso, pois as mesmas não recebiam qualquer remuneração por parte do FED, a tesouraria de cada banco organizava sua atuação para minimizar seus depósitos junto ao banco central, emprestando e recebendo recursos de outros bancos no mercado de *Fed Funds* para zerar suas posições. As demandas ou sobras de caixa dos bancos são decorrentes de condições mais amplas do mercado e que assim puxam a *Fed Funds* para cima ou para baixo a depender do resultado líquido agregado das necessidades individuais. Para evitar que essa flutuação seja livremente determinada pelo mercado, o FED, que não é um operador direto do *Fed Funds*, influencia a *Fed Funds* para garantir que a taxa que emerge desta operação interbancária seja o mais próximo possível da taxa definida pelo seu *Federal Open Market Committee* (FOMC). Assim, a única operação exigida pelo antigo arcabouço de implementação de política monetária do FED era estimar a quantidade de reservas que diariamente seriam necessárias ser adicionadas ou subtraídas do mercado para que a curva de demanda e oferta de *Fed Funds* se cruze no ponto desejado pelo FOMC. Essa adição ou subtração de reservas era feita por meio de *repos* ou *repos reversos*<sup>129</sup> baseado em títulos do Tesouro ou outro colateral de alta qualidade. De forma concreta, se o FED entendia que o mercado necessitaria de mais liquidez para que a *Fed Funds* não desviasse de seu objetivo, faria *repos* aumentando as reservas das contrapartes e que, assim, passarão a contar com recursos para emprestar no *Fed Funds* e assim reduzir a taxa. Já se houvesse sobra de liquidez, os efeitos inversos eram gerados pelos *repos reversos* conduzidos pelo FED.

Uma implementação consistente da política monetária implica ainda que o *spread* entre a *Fed Funds* e os diferentes segmentos do *money market*, como o eurólar e taxas *repo* seja mínimo e que estes se movimentem de forma harmônica e proporcional a movimentação gerada

---

<sup>129</sup> No caso dos *repos*, o FED compra títulos do mercado com o compromisso de revendê-los em um prazo combinado, funcionando assim como um empréstimo para as contra-partes e, assim, aumentando as reservas por elas possuídas no FED. Num *reverse repo*, o FED vende títulos e os recompra mais tarde, reduzindo as reservas das contra-partes.

na taxa básica partir da ação do FED. Essa, no entanto, não era uma preocupação antes da GCF. Como descreve Pozsar (2016b), o alinhamento das taxas entre os diferentes segmentos de *money market* era feito pelo mercado privado. Basicamente, um *dealer* tomava emprestado em um segmento do mercado e emprestava em outro, arbitrando pequenas diferenças entre estas taxas. Assim, esses agentes policiavam os *spreads* entre esses segmentos e atuavam até que não houvesse qualquer oportunidade de arbitragem lucrativa, assegurando um espectro estreito de taxas. Para que tal arbitragem ocorresse de maneira completa, os *dealers* contavam com balanços virtualmente ilimitados, podendo tomar posições emprestadas em um mercado e de empréstimo em outro no volume que fosse necessário para que a arbitragem zerasse as diferenças. Dessa forma, o tamanho dos *matched money market books*, ou seja, dos pares de empréstimos tomados e realizados registrados nos balanços, não era uma preocupação.

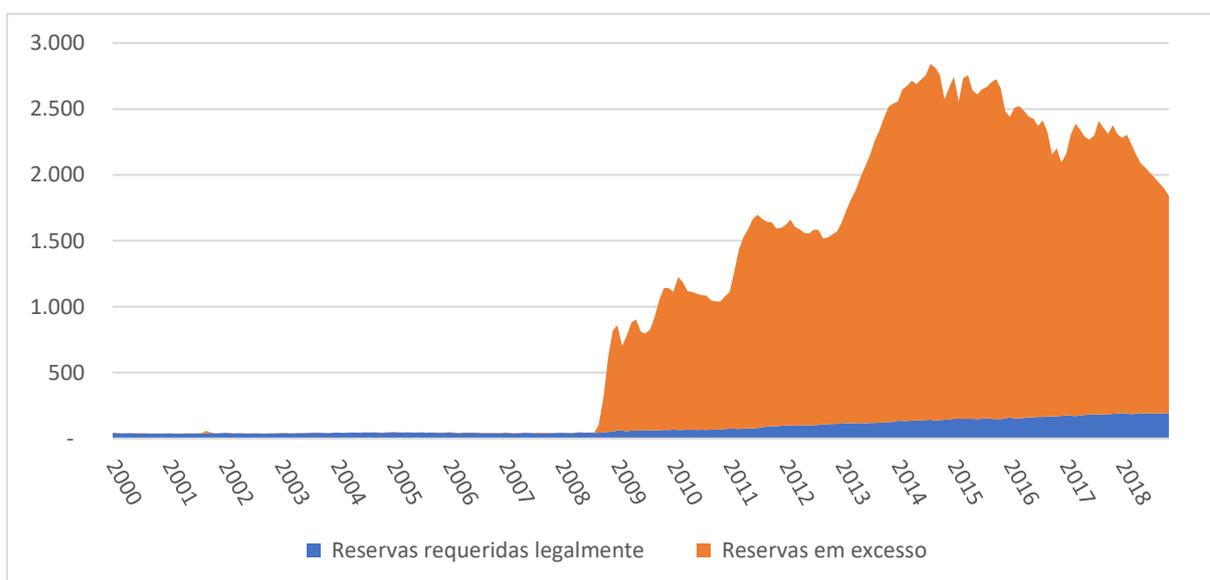
A transmissão via mercado das definições do FED na *Fed Funds* não se encerrava, no entanto, no *money market*. Como o *money market* funciona como a fonte de financiamento dos *market makers* também no mercado de capitais, as condições de créditos mais escassas ou abundantes determinadas a partir da definição do *Fed Funds rate* derivavam para os demais preços da economia. Dessa forma, o sistema prevalescente antes da GCF permitia que o FED atuando sobre um único mercado, o *Fed Funds*, garantisse que sua ação fosse sentida nos mercados como um todo. Mehrling (2012, cap.6, par. 5) assim resume o sistema que operava antes da GCF:

*The Fed intervened in the market for Treasury repo with the goal of stabilizing the federal funds rate at some target, and that was all. Other repo rates and the Eurodollar rate got stabilized through money market arbitrage by private dealers, and the private money market then served as the source of funding liquidity for dealer operations in securities of all kinds, producing the two-way dealer markets that are the source of market liquidity. Monetary management was largely limited to manipulation of the federal funds rate.*

No entanto, os dois pilares de sustentação deste arcabouço foram desmontados como consequência da resposta à GCF. A escassez de reservas, condição crítica para que a ação minimalista do FED determinasse a *Fed Funds*, deixou de existir. Além disso, os *dealers* que

arbitravam os diferentes segmentos do *money market* para garantir seu alinhamento perderam as condições de seguir exercendo este papel. São essas duas mudanças que acabaram por implicar na necessidade de um novo arcabouço operacional para implementação da taxa de juros. Assim, vejamos as razões destas duas mudanças.

O fim da escassez de reservas é uma consequência direta das ações de ampliação da liquidez implementadas durante a GCF e, em especial, das diferentes fases de *quantitative easing* lançadas pelo FED. A contrapartida imediata da compra de títulos do Tesouro e MBSs é, por um lado, a ampliação dos ativos do banco central norte-americano e, pelo lado do passivo, a expansão das reservas bancárias já que estas eram as contra-partes das aquisições feitas pelo FED. O volume destas aquisições rompe com o padrão precedente de operação do FED. Seu balanço é multiplicado por quatro e, neste processo, o volume de reservas torna-se substancialmente maior do que os mínimos exigidos pelas regulamentações. Esta explosão das reservas acima dos requerimentos legais é evidenciada na figura 19 abaixo.<sup>130</sup>

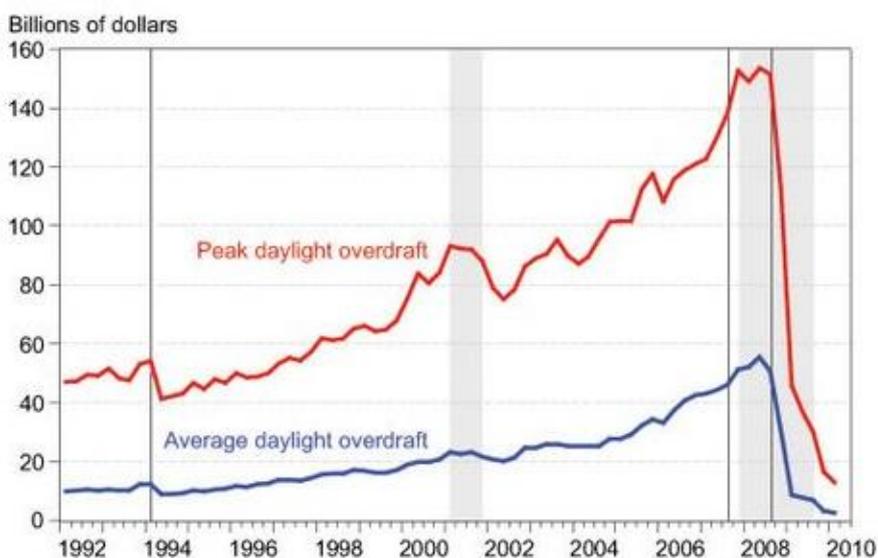


**Figura 19: Evolução das reservas em bilhões de dólares**

Fonte: Federal Reserve Economic Data. Séries TOTRESNS e EXCSRESNS.

<sup>130</sup> Tão impressionante quanto o aumento das reservas em excesso a partir de 2009 é a ausência de qualquer expansão significativa nas décadas anteriores à GCF, enquanto os ativos dos bancos cresciam de forma acelerada. A este respeito, Pozsar (2016a, p. 10) citando dados compilados por Mervyn King destaca “*the steady erosion of U.K. banks’ reserve buffers from about 30% of assets in the 1960s to practically nothing by the eve of the crisis. In this sense the odd thing is not that the size of the Fed’s (and other central banks’) balance sheet rose five-fold since the crisis, but that it did not during the decades prior to the crisis and that regulators let banks shrink their official reserve buffers to nothing relative to the ballooning size of wholesale repo and Eurodollar markets.*”

Uma outra forma de visualizar este excesso de reservas e o alívio das tensões nos fechamentos com o FED pode ser observado pelo volume de crédito estendido pelo FED aos bancos ao longo do processo de compensação no intervalo de um mesmo dia. Por não ter custo, os bancos exploravam seu uso para maximizar os lucros. Desde a ampliação das reservas, seu uso passou a ser marginal, pois os bancos já possuem os recursos necessários, como evidencia a figura 20.



**Figura 20: Médias trimestrais do montante dos estouros diários das posições dos bancos com o FED**

Extraído de Bech, Martin, e McAndrews (2012). Dados originais do sistema do Board of Governors do FED: [http://www.federalreserve.gov/paymentsystems/psr\\_data.htm](http://www.federalreserve.gov/paymentsystems/psr_data.htm).

Assim, nessa nova realidade existem reservas em excesso de forma que os bancos perdem qualquer motivação para atuar como demandadores de recursos no *Fed Funds*. Tampouco se mostram dispostos a emprestá-las; aqui entra em cena a interação entre as reservas oriundas do processo de QE e as novas regulações introduzidas a partir de Dodd-Frank (POZSAR, 2016a). Os bancos estão agora sujeitos a requerimentos mínimos de liquidez e, em especial a LCR (*Liquidity Coverage Ratio*). Essa limitante os impede de emprestar suas reservas.

A LCR determina que os bancos tenham recursos líquidos suficientes para 30 dias de operação face um choque adverso que reduza suas fontes de financiamento. As reservas de um banco com o FED compõem os ativos de nível 1, mais qualificados para o cálculo do HQLA

(*High Quality Liquid Assets*), a base de ativos que sustenta a LCR. Assim, se os bancos possuem sobras de reservas em relação aos mínimos exigidos pelo FED, o mesmo não ocorre em relação à LCR de forma que, em geral, as “reservas em excesso” na verdade são absolutamente essenciais para que os bancos atinjam o nível mínimo de LCR exigido, até mesmo porque o FED tem pressionado por um colchão extra de liquidez, mirando um nível de LCR de 115% e não apenas 100%. Pozsar (2016a) adiciona mais uma razão pela qual os bancos não emprestam mais suas reservas no Fed Funds. Mesmo nas raras situações em que tenham sobras de reserva e margem suficiente de LCR, é preferível emprestar HQLA por meio de um *repo*, por natureza colateralizado, do que no *Fed Funds*, que opera sem colateral. Assim, de acordo com regras de funcionamento da LCR, o empréstimo feito no *Fed Funds* tem menor valor como um HQLA, ou seja, sofre um maior *haircut* do que um *repo*.

A consequência desses movimento é que o mercado vibrante dos *Fed Funds*, que pulsava como coração do sistema, e que constituía a taxa guia para a ação do FED, reduziu-se substancialmente: de um volume diário de U\$ 250 bilhões para U\$ 60 bilhões, em um declínio derivado de um colapso praticamente total dos empréstimos entre bancos (POZSAR, 2016a, HARRIS & McCORMICK, 2018).<sup>131</sup> Dessa forma, com o excesso de reservas, as operações de *repo* e *repo* reverso que eram usadas pelo FED para marginalmente aumentar ou diminuir as reservas e assim influenciar a *Fed Funds* tornaram-se inócuas. Essas transformações constituem o primeiro desafio para o arcabouço de implementação da política monetária norte-americana.

---

<sup>131</sup> O montante atualmente negociado no *Fed Funds* tem, em geral, não mais do que 25 operadores. Do lado emprestador estão 11 FHLBs, *Federal Home Loan Banks*, híbridos público-privados, em certo sentido similares à Fannie Mae e Freddie Mac, que dão suporte ao financiamento imobiliário nos EUA, e recebendo os empréstimos, cerca de uma dúzia de filiais em Nova Iorque de bancos estrangeiros que possuem alto perfil de crédito e assim são elegíveis para transacionar com os FHLB. Estes bancos estrangeiros seguem ativos no mercado de *Fed Funds* pois a implementação de Basileia fora dos EUA implica em conformidade com os requerimentos de LCR a cada trimestre, enquanto a medida para os bancos norte-americanos é diária. Assim, no período intra-quotas estes estrangeiros podem desfrutar de ganhos de arbitragem. Os bancos estrangeiros também estão isentos de um seguro do FDIC que torna as mesmas operações de arbitragem insustentáveis para os bancos norte-americanos. Já os FHLBs seguem interessados em emprestar pois suas reservas em excesso não são remuneradas pelo FED. O mercado que se estabeleceu é pouco competitivo, com uma espécie de acordo entre as duas partes de compartilhar os ganhos de arbitragem. Dessa forma, a *Fed Funds* não mais representa a tensão no fechamento bancário como antes (POZSAR, 2016a, 2016b).

Se o fim da escassez de reservas e a introdução da LCR tornaram o *Fed Funds* um mercado muito menos relevante, o outro eixo essencial na transmissão da política monetária também foi prejudicado pela resposta à GCF. A atuação dos *dealers* privados como operadores de arbitragem estreitando as margens entre os diferentes segmentos do *money market* foi limitado pela introdução do SLR, o *Supplementary Leverage Ratio*, que exige dos grandes bancos norte-americanos níveis menores de alavancagem.

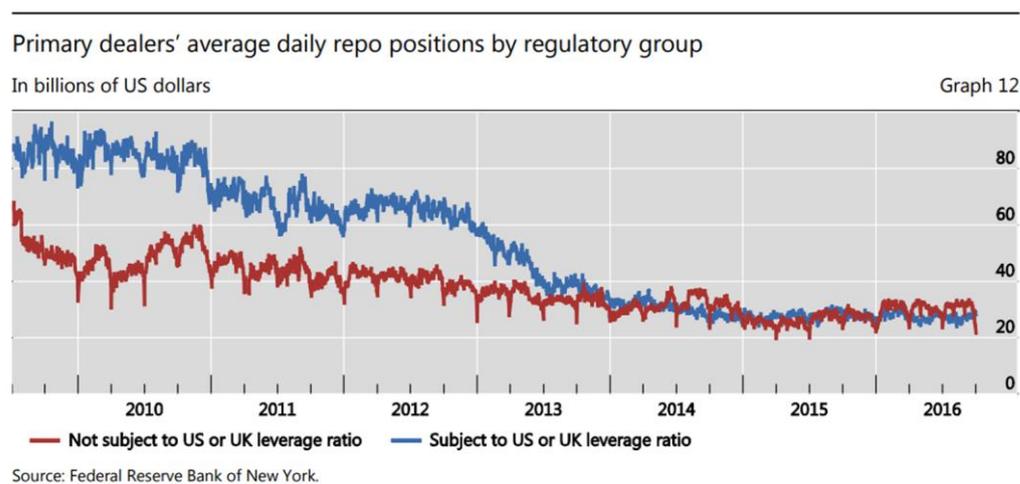
Enquanto o padrão estabelecido em Basileia foi de que 3% dos ativos totais tenham como contrapartida capital Tier 1, nos EUA os bancos precisam ter uma base de 5% ou 6%. Como a SLR é uma medida sem qualquer consideração dos riscos dos ativos, a expansão do balanço de um *dealer* para intermediar U\$ 100 entre dois segmentos do *money market*<sup>132</sup> exigirá os mesmos U\$ 5 ou U\$ 6 de capital que a intermediação de ativos muito mais arriscados (DUFFIE & KRISHNAMURTHY, 2016). Pozsar (2017a) estima que é necessário um *spread* de 60 pontos-base para que a arbitragem valha a pena, uma diferença muito maior do que a até então observada entre os segmentos do *money market*, comumente um número de apenas um dígito.

Assim, como a arbitragem infla os balanços do *dealer* e estes precisam ser reportados diariamente ao FED, o SLR forçou os *dealers* a encolher seus portfólios de *repo* e, como consequência, os segmentos do *money market* se tornaram muito mais dispersos do que antes. Como Pozsar (2015b, 2016a) reforça, não se pode controlar ao mesmo tempo quantidades e preços e, assim, com a elasticidade de balanços controlada, a inevitável consequência é um maior *spread* entre os segmentos assim como um maior *spread* entre os preços de compra e venda publicado pelos *dealers* em um certo segmento. Com isso, os diferentes segmentos do *money market* também se tornaram mais sensíveis e pequenas mudanças nas condições de liquidez levam a uma veloz distensão dos *spreads* entre os mercados, ou seja, as taxas “abrem”

---

<sup>132</sup> Por mais que seja uma operação pareada, com um empréstimo realizado com valor muito próximo do empréstimo tomado, somente se as transações tivessem a mesma contra-parte e prazo de maturação elas poderiam ser consideradas em seu valor líquido. Com contra-partes ou prazos diferentes, o custo da operação em termos do nível de alavancagem é completo. (POTTER, 2017)

e levam um certo tempo até se estabilizarem. Do ponto de vista dos *dealers*, um mercado que era de alto volume e margens baixas se transformou num mercado de muito menor volume com margens maiores. Essa redução da atividade é evidenciada pela figura 21 ao destacar a redução das posições de *repo*. A figura também evidencia que a redução foi muito mais significativa justamente para os bancos submetidos ao SLR.<sup>133</sup>



**Figura 21: Dimensão das posições de repo dos *primary dealers* por grupo regulatório.** Extraído de Bank for International Settlements (2017). Dados originais do Federal Reserve Bank de Nova Iorque.

A primeira ferramenta à disposição do FED para solucionar a questão do excesso de reservas foi estabelecida pelo *Financial Services Regulatory Relief Act* de 2006, que autorizou o FED a remunerar as reservas depositadas pelos bancos afiliados a partir de 2011. Não deixa de ser irônico notar que o espírito desta legislação aprovada em 2006, antes da GCF e como fica evidenciado pelo seu título era de desregulamentação e, assim, bastante generosa com os bancos. A autorização para pagamento de juros sobre as reservas encaixava-se nesse contexto, já que as reservas eram vistas pelo setor bancário como um injusto imposto sobre sua atuação. Pelo lado do FED, a possibilidade de pagamento pelas reservas oferecia a possibilidade de

<sup>133</sup> Os grandes *dealers* nos EUA hoje estão em sua ampla maioria dentro de *bank holding companies* e assim sujeitos aos requerimentos de alavancagem. É possível imaginar que em um futuro a busca por arbitragem regulatória amplie a atuação de *dealers* que não estão sujeitos a estes requerimentos. Aqui entram em cena as novas possibilidades de regulação colocadas pelo FSOC e sua *regulação por ameaça*, como debatido no capítulo 3. Os reguladores possuem assim mais instrumentos para barrar inovações do mercado que vejam como catalisadoras de grande risco.

tornar mais atrativo aos bancos mantê-las, e assim possivelmente ampliar o colchão de segurança do sistema (BURTON & BROWN, 2015).

De todo modo, a autorização para que o FED pagasse pelas reservas só entraria em vigor em 2011. Os eventos de 2008, no entanto, criaram nova urgência para que este prazo fosse antecipado. A medida que o FED começava a criar seus programas de liquidez, internamente nascia o receio de que essas medidas reduzissem o controle do FED sobre a política monetária, como de fato ocorreria. Assim, o FED conseguiu inserir na peça legislativa do TARP, aprovada no auge da crise, a autorização imediata para o pagamento de juros sobre as reservas (BERNANKE, 2015).

Ao definir uma remuneração para as reservas estacionadas em seu balanço, *Interest on Excess Reserves* (IOER), o FED procurou definir uma espécie de piso para a taxa de juros: os bancos não teriam interesse em realizar empréstimos para outras contrapartes mais arriscadas do que o FED a um custo menor do que a IOER. No entanto, o dinheiro em excesso de GSEs como Fannie Mae e Freddie Mac e das tesourarias institucionais<sup>134</sup> não podem ser estacionadas no FED e receber o IOER. Assim, as taxas que conseguem obter em outros segmentos do *money market* são inferiores, de forma que a *Fed Funds* acabou por se estabilizar abaixo da IOER, já que por questões legais apenas os bancos podem ter contas no FED. No período pré-GCF, o balanço ilimitado dos bancos permitia que a arbitragem aproximasse essas taxas até que praticamente se encostassem, mas nos novos tempos de restrição à alavancagem, as taxas seguiram com um diferencial. Nas palavras de Potter (2016, não paginado), “*IOER act more like a magnet that pulls up short-term interest rates than a firm floor beneath them.*”

Nos primeiros anos pós-GCF este problema foi minimizado pois abaixo da IOER estava um segundo piso: o limite zero da taxa de juros, já que entre dezembro de 2008 e dezembro de

---

<sup>134</sup> *Institutional cash pools*, ou seja, os excessos de caixa de grandes corporações e investidores institucionais, gerenciados de forma centralizada e com volumes acima de US\$ 1 bilhão (POZSAR, 2011).

2015 a taxa alvo definida pelo FOMC era uma banda entre 0 e 0,25, nível definido para a IOER. Como aponta Potter, alguns limites institucionais ligados à base zero limitavam o descolamento excessivo da *Fed Funds* e sua entrada em campo negativo. No entanto, uma vez que o FED decidisse subir a taxa de juros, sérias dúvidas emergiam sobre a capacidade de transmissão da política monetária, ou seja, se os demais segmentos do *money market* subiriam de forma proporcional a uma elevação da IOER.

Assim, fica evidente que a resposta à GCF acabou por colocar o FED em terreno totalmente novo para a implementação de sua política monetária. Como símbolo dessa novidade, tanto Bernanke (2015) como Potter (2016) revelam como múltiplas possibilidades foram debatidas para criar um novo arcabouço operacional a partir desta nova realidade. A solução adotada foi a criação do *Overnight Reverse Repurchase Agreement*, ON RRP. O ON RRP constitui num programa de *repo* reverso, ou seja, empréstimos de curtíssimo prazo feitos ao FED. *Reverse repos* sempre fizeram parte do arcabouço de instrumentos do FED, mas agora com um uso diferente: uma taxa fixa é definida, sem limite de volume<sup>135</sup>. Os participantes podem depositar o montante desejado de recursos no FED.<sup>136</sup>

Diferente das reservas, o empréstimo é colateralizado por um título do portfólio do FED, em geral títulos do Tesouro. No entanto, mais importante é que o ON RRP está aberto a um número muito maior de participantes do *money market*, além dos bancos.<sup>137</sup> Assim, o ON RRP é uma maneira de indiretamente fazer o *shadow banking system*, que oficialmente não tem acesso ao FED, poder aí “estacionar” seu dinheiro. Ao poder emprestar seus recursos para o FED, a contra parte de menor risco no mercado, os agentes não têm mais interesse em emprestar

---

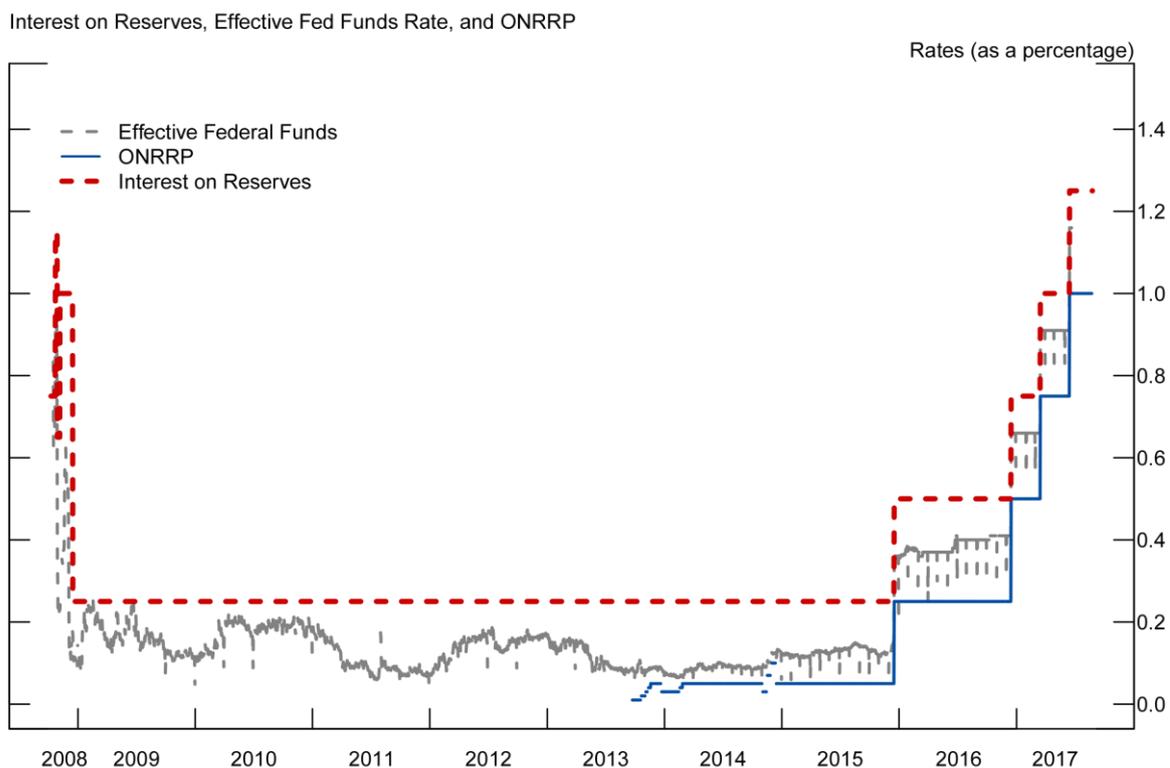
<sup>135</sup> Pozsar (2015b, p. 2) assim explica as diferenças entre o novo ON RRP e as antigas operações de *reverse repo* que o FED já realizava: “RRPs will be fixed rate, not fixed size; they will be done with money funds (mostly), not dealers; and they will involve swapping reserves for RRP, not reserves for bonds”

<sup>136</sup> Uma intensa discussão ocorreu se o programa deveria ter um volume máximo e experimentações foram feitas com algum tipo de teto de volume, sendo definido ao final que não haveria este tipo de restrição.

<sup>137</sup> Já anteendo esta necessidade, em 2013 a Mesa de Operações do FED começou a expandir as contrapartes autorizadas a operar com o banco, até então limitado aos *primary dealers*. Em 2015 já eram mais de 160, incluindo MMFs e GSEs. (FROST et al., 2015)

abaixo da ON RPP e, assim, o FED cria um segundo piso mais firme para a implementação da política monetária, já que a *Fed Funds* tenderia agora a flutuar entre a ON RPP abaixo e a IOER acima.

As experiências com o ON RPP iniciaram-se no final de 2013 (FROST et al., 2015) de forma que o instrumento já estava razoavelmente amadurecido para o seu uso concreto durante a elevação das taxas que ocorreu a partir do final de 2015. A figura 22 mostra como tem se dado a interação entre as três taxas até aqui, com a *Fed Funds* de fato flutuando entre o piso e o teto do novo arcabouço operacional. Uma implementação efetiva da política monetária, no entanto, implica que não só a *Fed Funds Rate* flutue dentro do *range* estabelecido pela ON RPP e a IOER, mas que também os demais segmentos do *money market* flutuem de forma consistente com movimentações do FED. Os desafios ligados a esta questão serão debatidos na seção Novo Desafio 1 - a Questão Operacional.



**Figura 22: Comportamento da *Fed Funds Rate* em relação à IOER e ON RPP**  
Extraído de Keating & Macchiavelli (2018). Dados originais do Federal Reserve Bank de Nova Iorque.

## **4.2 Centralidade Renovada**

Uma vez discutida as transformações no *money market* decorrentes da ação estatal após a GCF, podemos explorar seus impactos sobre a posição norte-americana no sistema. Esse é o foco em especial da primeira seção entre as cinco que discutem a nova centralidade dos EUA. As outras quatro seções que se seguem exploram outras transformações no sistema e decorrências da forma pela qual os EUA agiram seja como bombeiros ou como arquitetos.

### **4.2.1 Centralidade Renovada 1: o Estado como Centro do Money Market**

A reestruturação dos mercados a partir da resposta norte-americana à GCF assim como o novo arcabouço operacional para implementação da política monetária do FED descritos na seção anterior representam o estabelecimento de um novo paradigma na gestão do sistema financeiro internacional em seus mecanismos mais essenciais. Para se compreender os impactos desta transformação, o primeiro passo é reconhecer a relevância das tesourarias institucionais para a evolução do sistema nas décadas precedentes à GCF.

Como descreve Pozsar (2011, 2015a), as tesourarias institucionais são aquelas que administram de forma centralizada montantes de alto valor, em geral mais de US\$ 1 bilhão em ativos de curtíssimo prazo. Tratam-se principalmente da tesouraria de grandes empresas globais, que muitas vezes consolidam num único gestor o caixa de todas suas subsidiárias, também gestores de ativos. Tendências das últimas décadas como a globalização econômica, financeirização e a crescente desigualdade global com concentração da riqueza fizeram com que o volume de ativos geridos pelas tesourarias institucionais crescesse de cerca de algumas centenas de bilhões no início da década de 90 para US\$ 7 trilhões em 2015.

As tesourarias institucionais buscam, acima de tudo, segurança do valor base de seus ativos. Porém, a busca por proteção para carteiras de alguns bilhões é um problema. Depósitos

bancários são assegurados pelo governo somente até U\$ 100.000<sup>138</sup> e não existem bancos em número suficiente para garantir a proteção total dos ativos, mesmo que as tesourarias dividissem seus recursos por toda a base bancária. Assim, para evitar a exposição ao risco de depósitos não segurados, o destino preferencial dos recursos são títulos governamentais ou instrumentos financeiros segurados oferecidos pelo setor privado. Os títulos governamentais de curto prazo, no entanto, existem em número insuficiente em relação à demanda das tesourarias institucionais, especialmente se considerarmos a crescente demanda dos bancos centrais dos países emergentes em seu processo de construção de reservas.

Com um déficit desses ativos governamentais seguros medido em trilhões de dólares nos anos antecedentes à GCF, os recursos fluíram de forma quase automática para instrumentos privados segurados, como *asset-backed commercial paper* (ABCP) e mercados *repo*. Assim, a demanda por ativos seguros não atendida fomentou o crescimento do *shadow banking system* e possibilitou o modelo de financiamento no *wholesale market* para instituições financeiras nos anos precedentes à crise.

Entretanto, tal modelo mostrou-se frágil e esteve no coração da GCF, sendo resolvida somente pela massiva intervenção estatal. Partindo dessa percepção, a resposta governamental refundou esta relação. Pozsar (2015a, p.2) assim resume a transformação:

*The 2008-2009 crisis marked a structural shift in how the money demand of cash pools is intermediated. Intermediation shifted from private balance sheets to the balance sheet of the sovereign. The untold story behind the changes in the money market since 2008 is policymakers' struggle to find a permanent home for the money demand of cash pools in a financially stable manner that is also consistent with control over short-term interest rates.*

Uma reforma regulatória que cumpriu importante papel nessa migração de intermediação privada para intermediação por meio do FED foi a reforma dos *money market funds*. Os MMFs historicamente foram um importante destino dos recursos de tesouraria institucional, além de atrair também investidores individuais. Os MMFs, por sua vez, canalizavam os recursos para

---

<sup>138</sup> Pós-GCF este valor foi ampliado para U\$ 250.000.

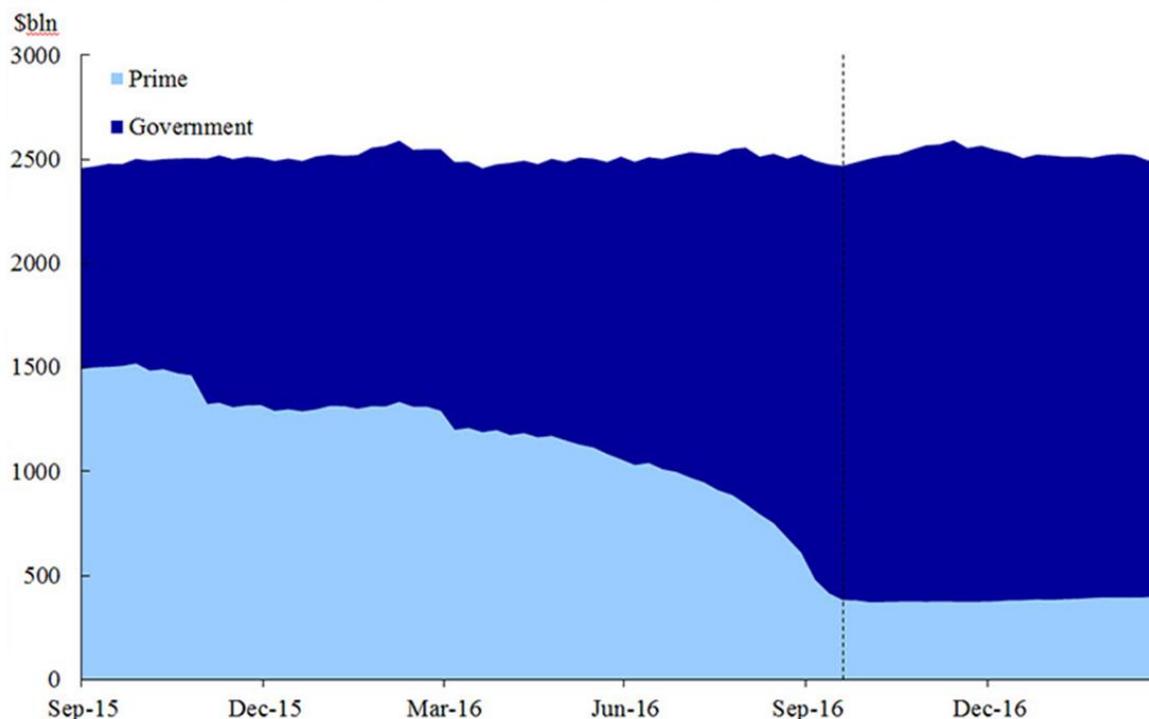
títulos governamentais, no caso dos *Government Money Funds* ou para títulos de dívida corporativa, no caso dos *Prime Funds*.<sup>139</sup> Os *Prime Funds* foram alvo de uma corrida após a quebra do Lehman Brothers, que só foi interrompida pela garantia governamental temporária oferecida pelo Tesouro. Assim, as reformas introduzidas em outubro de 2016 obrigaram os *Prime Funds* a ter 50% de sua carteira em ativos governamentais e, mais importante, a adotarem o *floating NAV*, de forma que não há mais a correspondência garantida de 1 para 1 no valor das cotas, e a também utilizarem taxas de liquidez e portão de resgates no caso de um princípio de fuga.

Todas essas medidas diminuíram o nível de segurança dos *Prime Funds* para as tesorarias institucionais. Por isso, a indústria de MMFs esperava que com a introdução destas medidas os *Prime Funds* perdessem entre 50% e 70% do volume dos seus depósitos, com significativa parte migrando para *Government Funds*. No entanto, essa perda atingiu cerca de 90% (POZSAR, 2016c) e a figura 23 mostra esta expansão dos *Government Funds* sobre os *Prime Funds*, com a linha pontilhada indicando a data em que a reforma entrou em vigor.

---

<sup>139</sup> Existem outros tipos de MMFs como *Treasury Funds* e *Tax-exempt Money Funds*, mas os *Government Money Funds* e *Prime Funds* são os mais relevantes em termos de volume assim como para o debate desta seção.

### Taxable Money Market Funds' Assets Under Management



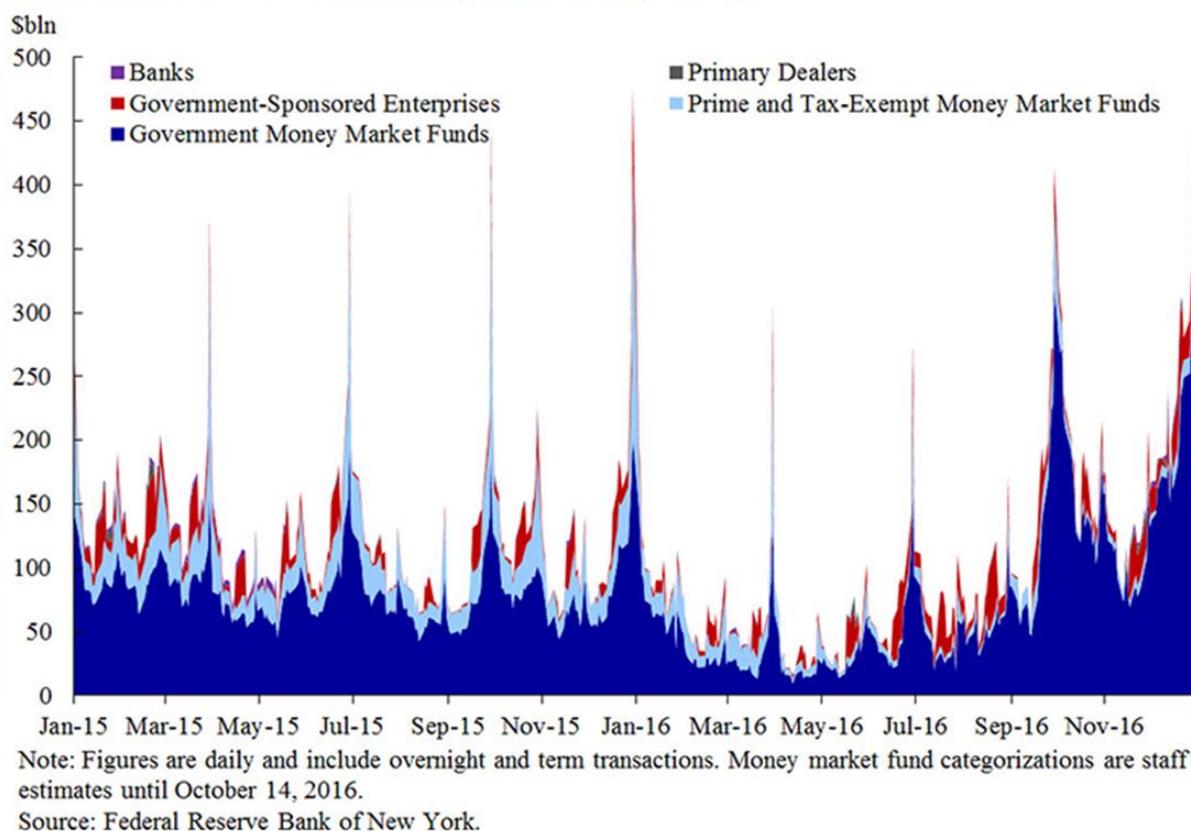
Note: Dashed line represents money market reform implementation date.

#### Figura 23: Recursos alocados em *Prime Funds* e em *Government Funds*

Extraído de Potter (2017). Dados originais de iMoneyNet. A linha tracejada representa a data de implementação da reforma dos MMFs.

O crescimento dos *Government Funds* em detrimento dos fundos que investem em títulos privados são uma face desta crescente fuga para os instrumentos de curto prazo centralizados no estado, seja no balanço do FED, ou em títulos emitidos pelo Tesouro. Os maiores usuários do ON RRP, justamente o instrumento criado pelo FED para enxugar a liquidez em excesso concentrada no *shadow banking system*, são os *Government Funds*, como vemos na figura 24.

### Federal Reserve RRP Outstanding by Counterparty Type



**Figura 24: Montante de recursos alocados no ON RPP por usuário**

Extraído de Potter (2017). Dados originais do Federal Reserve Bank de Nova Iorque.

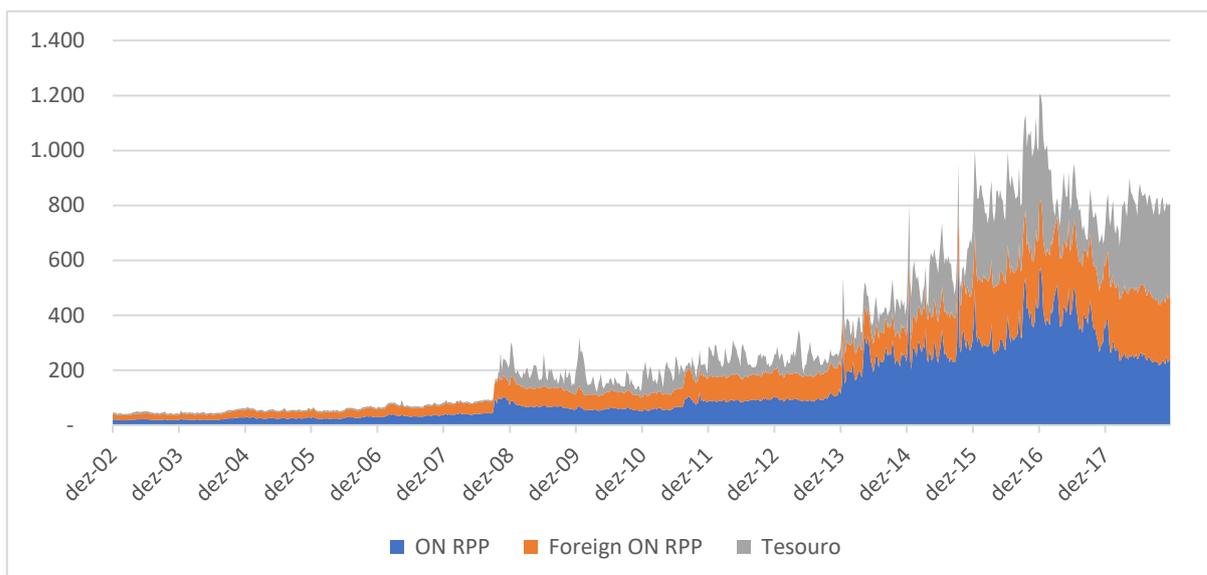
Assim, antes da GCF parte significativa dos recursos das tesourarias institucionais estava em *Prime Funds* que, por sua vez, compravam títulos de curto prazo de bancos e empresas assim como títulos baseados em ativos. Agora, pós reformas, um percental maior dos recursos das tesourarias institucionais está depositado em *government money funds* que compram títulos do Tesouro ou investem no ON RPP do FED, constituindo assim uma substituição da intermediação privada pela estatal.

Este papel do FED como receptor e, assim, agente que remunera fundos de curto prazo do *shadow banking system* é inteiramente novo. Antes da GCF o seu passivo era composto basicamente pela moeda em circulação. Agora, não só as reservas compõem a maior parte de seu passivo, mas também MMMFs utilizam os serviços de liquidez oferecidos pelo FED por meio do ON RPP.

No entanto, os MMFs não são os únicos a desfrutar de tais serviços. O Tesouro dos EUA, que antes da GCF mantinha suas sobras de caixa em bancos privados, passou a operar de forma significativa com o FED, com seu balanço chegando a até U\$ 400 bilhões.<sup>140</sup> Bancos centrais estrangeiros e organismos multilaterais também passaram a operar de forma mais intensa com o FED, ao invés de manterem suas reservas de caixa com bancos privados. Isso é possível por meio de um instrumento similar ao ON RPP de uso exclusivo para esse público, o *Foreign ON RPP* e seu volume já ultrapassa a casa de U\$ 200 bilhões. Por fim, com a criação do conceito de FMUs (*Financial Market Utilities*) por Dodd-Frank, que colocou esses eixos de operação do mercado sob proteção do FED em função de sua relevância sistêmica, abriu-se a possibilidade destas entidades também desfrutarem de contas remuneradas no FED, o que não era permitido antes da GCF. Com isso, instituições como a Chicago Mercantile Exchange e outras bolsas e *clearing houses* já possuem balanços acima de U\$ 100 bilhões no FED, fundos estes que antes também eram alocados por meio do mercado privado. Essa evolução de ampliação dos usuários de serviços de liquidez diretamente pelo FED é explicitada na figura 25, que não captura os cerca de U\$ 100 bilhões das FMUs já que estes dados não estão disponíveis de forma tão detalhada.

---

<sup>140</sup> Para o Tesouro, manter um amplo saldo em caixa no FED é um *carry trade* negativo: ele nada recebe pelo saldo e precisa financiar esta posição pela emissão de títulos. Uma explicação para os saldos crescentes é que eles servem como um seguro contra as recorrentes crises do teto da dívida que o governo norte-americano tem vivido nos últimos anos em consideráveis desgastes entre a administração federal e o legislativo. Por meio de seus depósitos no FED, o Tesouro ganha fôlego nas negociações (Pozar, 2016b)



**Figura 25: Evolução dos novos mecanismos de depósito ou liquidez oferecidos pelo FED**  
 Fonte: Federal Reserve Economic Data. Séries WLRRAL, WREPOFOR e WTREGEN.

Esse papel crescente do FED como banco de instituições, como o nomeia Pozsar (2017b), é uma consequência direta das regulações implementadas após a GCF. Depósitos institucionais são penalizados pelos requerimentos de liquidez, tanto o LCR como NSFR, exigindo como contrapartida um montante significativo de ativos líquidos e, conseqüentemente, de baixo retorno para os bancos. Dessa forma, essas contas institucionais tornaram-se muitos menos interessantes para o setor bancário. Por outro lado, segurar diretamente em seu balanço o caixa destas instituições permite ao FED reduzir a instabilidade sistêmica.

Outra observação estrutural que pode ser observada é a ampliação das reservas mantidas por bancos estrangeiros diretamente com o FED (POZAR, 2016a). Historicamente, as transações de bancos estrangeiros em eurodólar podiam ser financiadas por empréstimos interbancários obtidos nos EUA. No entanto, as novas regulações tratam empréstimos interbancários de forma desfavorável, já que não são considerados HQLA e a solução tem sido a ampliação das reservas mantidas pelos bancos estrangeiros. Assim, a introdução da LCR constitui o eixo central de um novo sistema agora global de reservas, em que o pilar de segurança para bancos norte-americanos, mas também estrangeiros é o FED. Por meio da LCR,

o FED indica para os bancos norte-americanos que prefere reservas e não títulos como fonte primária de liquidez, e reservas no lugar de empréstimos bancários para bancos estrangeiros e suas transações em eurodólar.

Observadas em conjunto, a ampliação substancial das reservas bancárias e a autorização para remunerá-las, a ampliação do papel de banco institucional do FED, instrumentos como o ON RPP e sua versão para estrangeiros, a restrição à arbitragem devido à SLR, a reduzida relevância dos empréstimos interbancários e o crescimento dos *Government Money Funds* mostram uma mudança nos mecanismos operacionais do mais fundamental dos mercados. Pode-se dizer que a direção da mudança vem da percepção estatal de que o setor privado é incapaz de gerenciar riscos de eventos extremos e, que em última instância, é o Estado norte-americano o único agente capaz de promover a estabilização do sistema monetário.

Assim, o novo arranjo já coloca o FED em papel central na intermediação dos excessos de caixa na operação diária do mercado e não apenas em situações limite. Como coloca Pozsar (2016b), antes da GCF a liquidez estava guardada “dentro” do sistema, mais especificamente no mercado interbancário no *Fed Funds*. Toda o sistema de trocas se acertava neste mercado de operação privada, com atuação indireta do FED. A GCF mostrou que esta liquidez interna era ilusória. Agora, os *buffers* de liquidez estão colocados de forma direta com o Estado e, assim, armazenados “fora” do sistema, em um arranjo financeiro muito mais protegido e dependente do Estado do que o anterior à GCF.

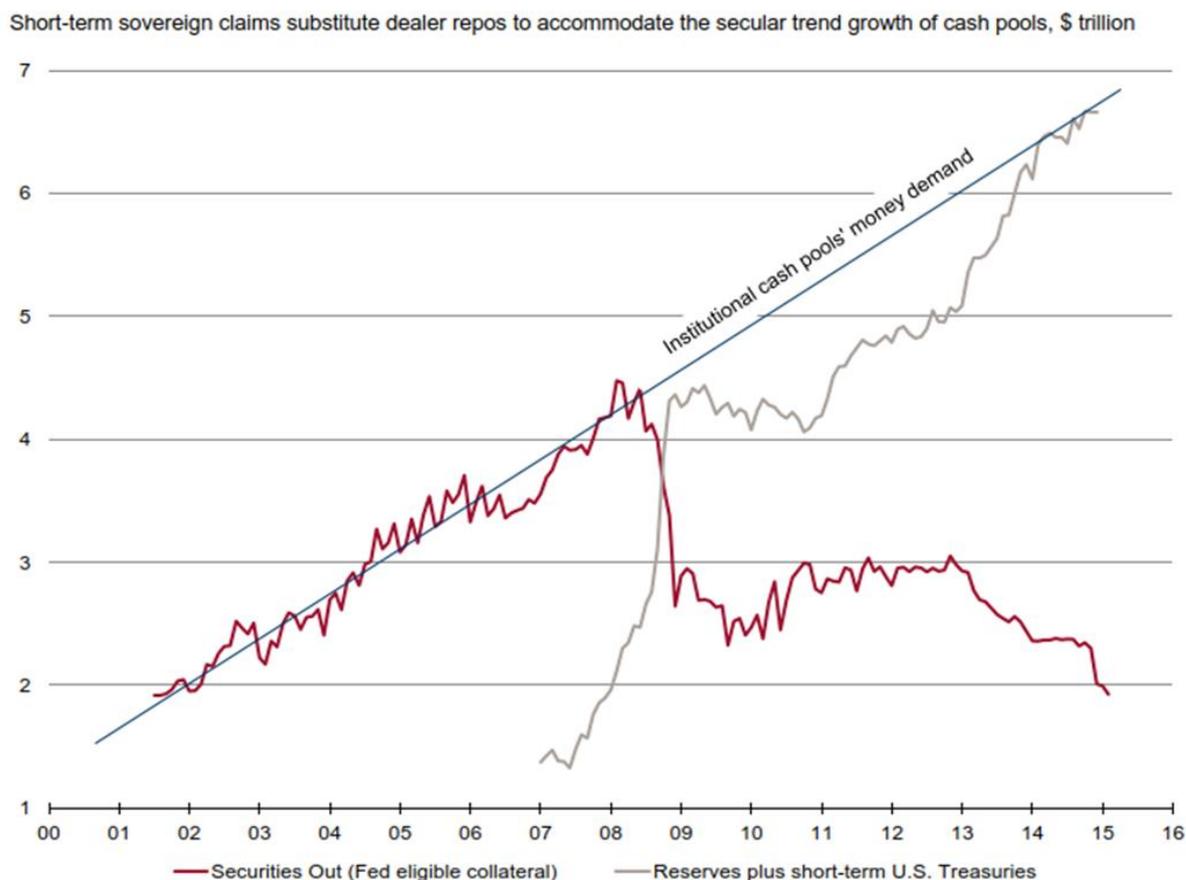
É discutível a afirmação de que o FED tinha total clareza desses desdobramentos. A medida que realizava as diversas intervenções durante a crise. No entanto, o novo arranjo é uma inevitável consequência dos freios colocados a um livre funcionamento dos mercados. Ao colocar colchões de segurança que minimizam a chance de implosão do sistema, automaticamente o FED reinventa seu papel e se insere no centro da intermediação de recursos de curto prazo do sistema.

Isso pode ser observado na reconfiguração da função do *money dealing*, ou seja, tomar emprestado em um segmento do *money market* para emprestar em outro segmento, garantindo a conexão de preços e o funcionamento sem trepidações do mercado. Essa deixou de ser uma função essencialmente privada. Antes da GCF, os *matched books* dos *money dealers* eram privados nos dois lados da operação, arbitrando dois segmentos do *money market* eminentemente privados. Agora os *dealers* transacionam entre o mercado privado e o setor público, tendo a IOER, o ON RPP, títulos do Tesouro ou, no máximo, mercados *repo* com *central clearing* e assim amplo acompanhamento governamental como contrapartes.<sup>141</sup> De forma mais ampla, os *dealers* não fazem mais a intermediação direta tomando emprestado das tesourarias institucionais ou de outras instituições financeiras e emprestando para o setor privado ou agentes financeiros, passando agora a frequentemente ter um ponto de passagem no balanço do FED ou do Tesouro.

Assim, por mais que em sua operação aparente o sistema transmita a sensação de *status quo*, em seus mecanismos operacionais a mudança foi substancial na direção da centralidade do Estado na operação do mercado. A gestão dos excessos de caixa das tesourarias institucionais que era gerenciada por meio dos balanços privados, passou a ser de forma cada vez mais significativa gerenciada diretamente no balanço do FED ou com a posse de títulos governamentais. Essa substituição fica evidente na figura 26 que plota a tendência das últimas décadas de expansão do tamanho das tesourarias institucionais e a disponibilidade de inventários *repo* por um lado e a as reservas no FED e instrumentos do Tesouro de curto prazo, sugerindo a substituição de um pelo outro para dar sustentação à ampliação das tesourarias.

---

<sup>141</sup> Pozsar (2016b) assim resume esta mudança: “[there is a] shift in the rate pairs that banks “play off” against each other: the relevant pairs are no longer within and across private money market segments but rather unsecured rates and IOER; unsecured rates and centrally cleared (GCF) repo rates; and unsecured rates and the intermediate points on the Treasury curve.



**Figura 26: Evolução dos títulos em repo aceitos pelo FED em contraste com reservas e Títulos do Tesouro de curto prazo**

Extraído de Pozsar (2015a). Dados originais do FED, Departamento do Tesouro, Haver Analytics e Credit Suisse.

Assim, se antes da crise os encanamentos centrais do sistema financeiro eram privados, embora o encanador convocado no caso de problemas sérios fosse estatal, a resposta à GCF levou a um sistema em que o encanamento central também passou a ser cada vez mais diretamente gerenciado pelo estado.

#### 4.2.2 Centralidade Renovada 2: Global Lender of Last Resort

Larry Summers (INTERNATIONAL ECONOMY, 2007), em uma entrevista<sup>142</sup> concedida ainda aos primeiros sinais da crise, rememora uma pergunta que fizera em um seminário internacional no final da década de 90, momento da formação da União Monetária

<sup>142</sup> O mérito por apontar para esta entrevista cabe à Tooze (2018).

Européia: *“Could the Europeans here explain to me what happens if a bank in Spain gets into serious trouble? What are the respective responsibilities of the Spanish supervision authorities, the Spanish central bank, the ECB, and Brussels?”* (INTERNATIONAL ECONOMY, 2007, p. 15). Summers, e a própria revista *The International Economy*, que deu amplo destaque à declaração, parecem até ter se divertido com o silêncio envergonhado inicial da sala seguido de um debate caótico e sem conclusão dos europeus, que dava a sensação de que eles não desejavam lavar a roupa suja em público e chegar ao coração da questão em um fórum aberto como aquele. O tema por trás da pergunta era o descompasso entre as estruturas supranacionais européias e elementos essencialmente nacionais de seu sistema. Summers concluiu o episódio criticando a postura européia, que estaria preservando certa harmonia às custas de ambiguidade, e que esta ambiguidade custaria caro no futuro.

A observação de Summers é correta e se mostraria especialmente acertada na crise do euro em 2010. No entanto, talvez a maior ironia esteja no que não aparece na pergunta de Summers, e que em 2007 também podia ser mantido em um disfarce harmonioso às custas de ambiguidade. À luz dos acontecimentos da GCF, será que o mesmo silêncio constrangedor não se impusesse à seguinte pergunta: *“Could the Europeans - and Larry Summers - here explain to me what happens if a bank in Spain - or in Switzerland or Britain - gets into serious trouble? What are the respective responsibilities of the FED and the american government?”* Dessa forma, o não dito de Summers seria o papel que o FED cumpriria em uma grave crise europeia.

Como aponta Tooze (2018), o Banco Central Europeu tinha não mais do que U\$ 200 bilhões em reservas para amparar o hipertrofiado sistema bancário europeu, o que é revelador das premissas européias em relação ao risco sistêmico e sua soberania financeira. A realidade é que, na prática, os europeus contavam de forma antecipada que, no caso de uma crise, o FED agiria. Nesse sentido, um dos seus banqueiros centrais quando confrontado com estas posições

afirmou (TOOZE, 2018, p. 90) que *“Given our long history of relations with the Fed, we didn’t expect to have any difficulty getting hold of dollars.”*

Em que pese essa confiança prévia dos europeus, não há como menosprezar a novidade trazida pela ação emergencial dos EUA com ampla disponibilização de liquidez global a um baixo custo. O que antes era não mais do que uma suposição teórica, transformou-se em realidade sob a forma de trilhões de dólares atravessando o Atlântico a partir do FED para suportar as necessidades européias.

Os fundamentos dessa suposição teórica são claros. Como relembra Gowan (2009), qualquer sistema de crédito em uma economia em que a venda dos produtos é realizada após sua produção é inerentemente instável e irá requerer a presença de uma autoridade com capacidade fiscal e autoridade para emissão de moeda para mantê-lo nos trilhos. Quando esse sistema passa a se caracterizar por uma globalização financeira baseada no dólar-flexível (SERRANO, 2004) e sem controle de capitais, as autoridades nacionais tem cada vez menos capacidade para serem esse estabilizador. Crises menores podem ser contidas com a ação do FMI ou evitadas por crescentes reservas internacionais (PRASAD, 2014). Mas uma crise com a magnitude da GCF só pode ser contida pela ação do único Estado capaz de emitir dólares (McDOWELL, 2012).

Ainda assim, o fato de os EUA serem os únicos com a possibilidade de agir para estabilizar o sistema não se configura em uma ação necessária. Em outros termos, agir não é uma resposta automática, há um ato de vontade, há uma escolha política por agir e isso deve ser destacado, especialmente ao se contrastar com a retórica prevalecente antes da crise. Para isso, basta lembrar como as décadas que antecederam à GCF são marcadas por ideias de uma revolução dos mercados, com conseqüente retração das regulações. Esse é um mundo em que qualquer ação discricionária governamental era vista como inimiga da boa governança que apenas mercados livres são capazes de criar (TOOZE, 2018). Os Estados devem tirar a mão da

economia e deixar os fluxos de capitais circularem com liberdade para gerar um ótimo econômico. Ora, a opção norte-americana por agir e agir de forma discricionária e decisiva é um frontal contraponto à retórica das últimas décadas, o que dá ainda mais peso à decisão norte-americana de agir.

O fato é que o FED lançou programa após programa para injetar liquidez no sistema e ao não discriminar de forma alguma os bancos internacionais, criou um amplo túnel de dólares para aliviar as restrições européias. Lembremos que no TAF, ST OMO, TSLF e CPFF o percentual de recursos canalizado para instituições estrangeiras foi altíssimo, nos patamares de 69%, 77%, 51% e 40% respectivamente. Mais do que isso, o FED criou às linhas de *swap* em dezembro de 2007 e as expandiu em ordens de magnitudes inimagináveis se considerarmos as primeiras intervenções do banco, chegando a eliminar qualquer teto para os bancos centrais da Europa, Inglaterra, Suíça e Japão no auge da crise. Se formos além do pico das labaredas em setembro de 2008, e avançarmos no tempo, também vemos as ações de *quantitative easing* do FED ajudando os bancos europeus a se protegerem da instabilidade doméstica durante a crise do euro.

Assim, o ponto que queremos ressaltar é que a ação emergencial dos EUA durante a crise representa uma mudança qualitativa na posição norte-americana no mundo, pois é o momento em que a centralidade dos EUA para sustentação do sistema deixou de ser um conceito abstrato para tornar-se um fato concreto e rastreável. A estrutura do sistema financeiro que se desenvolveu nas três décadas anteriores à GCF concedeu aos EUA este papel central e a ele, e somente a ele, coube a decisão de agir para sustentá-lo.

Entender as razões que levaram os EUA a agir é fundamental para uma reflexão mais aprofundada sobre esta centralidade norte-americana. Nesse sentido, McDowell (2012) aponta que a ação internacional dos EUA é essencialmente defensiva, buscando minimizar efeitos da GCF em sua economia doméstica em função de três dimensões de possível transbordamento do

agravamento da crise no exterior. A mais importante delas era o risco de que os bancos estrangeiros, com escassez de dólares, acabassem por não honrar seus compromissos. Dada à extrema exposição dos bancos e dos *prime funds* americanos aos bancos europeus, o calote trazia um risco concreto de colapso ainda maior dos mercados de crédito norte-americano<sup>143</sup> e de aceleração da fuga de financiamento a estas instituições. McDowell (2012) inclusive aponta estudos<sup>144</sup> que mostram que o fator mais relevante para se definir quais mercados emergentes receberam linhas de *swap* era a dimensão da exposição dos bancos americanos. Embora McDowell não explicita este argumento, também em seus mecanismos está implícito o risco de que estas instituições estrangeiras, necessitando desesperadamente de dólares, vendessem seus ativos denominados em dólar a qualquer preço, com efeitos devastadores sobre a riqueza nos EUA e a solidez dos bancos e agentes que seguiam com estes títulos em seus portfólios.

McDowell (Ibid.) complementa seu argumento com duas outras dimensões de transbordamento da crise no exterior: a primeira está ligada às taxas de juros reais nos EUA. Ao mesmo tempo em que em menos de um ano FED reduzia de forma agressiva a taxa básica de juros de 4,5% para 0,25%, muitos contratos observavam comportamento inverso pois estavam atrelados à LIBOR, que representa a taxa de empréstimo interbancária média calculada com base em 16 instituições, 13 delas não baseadas nos EUA. Com a escassez de dólares a LIBOR subia, já que refletia o risco de financiamento destas instituições estrangeiras. Contudo isso também determinava o aumento, por exemplo, do valor das parcelas de contratos nos EUA, como os de muitas hipotecas.<sup>145</sup> Assim, disponibilizar liquidez no exterior diminuía as tensões capturadas pela LIBOR e assim acabava por diminuir a taxa de juros real nos EUA. Além disso,

---

<sup>143</sup> Perdas nos *prime funds*, por exemplo, acarretariam numa corrida contra os mesmos. Dado que além de importantes financiadores dos bancos europeus os *prime funds* também eram centrais na disponibilização de crédito para o mercado corporativo norte-americano, sua derrocada cortaria linhas essenciais para o funcionamento básico da economia doméstica nos EUA.

<sup>144</sup> Ver, por exemplo, Aizenman e Pasricha, 2010.

<sup>145</sup> Este impacto seria substantivo: “*At the time of the financial crisis, some 60 per cent of prime hybrids and virtually all of subprime hybrids were indexed to Libor*” (Parukelar, 2008 *apud* McDOWELL, 2012, p. 170)

McDowell defende a tese de que as linhas de *swap* também evitaram uma apreciação ainda maior do dólar, o que seria danoso para a economia norte-americana naquele momento.

Do nosso ponto de vista, esse argumento revela que qualquer outro país do mundo, que não os EUA é, no limite, dependente deste para sua estabilização no caso de uma grande crise financeira. Nesse sentido, os EUA desfrutam de um papel crítico e de uma margem de ação ímpar. No entanto, no caso de uma crise financeira global e de grandes proporções como foi a GCF, esta arbitrariedade norte-americana é reduzida pelas interdependências de uma economia global. A eventual opção de não agir internacionalmente também seria calamitosa domesticamente e, assim, bastante incentivadora da ação. É como se a posição central dos EUA na estrutura financeira global concedesse ao país a arma de destruição em massa por definição, tão potente por ser capaz de destruir qualquer inimigo - mas junto, detonar a si mesmo.

Salvo essa situação limite de uma crise do porte da GCF e com seu epicentro nos EUA, essa posição central nos encanamentos do sistema financeiro revela-se um excepcional privilégio. Sanções internacionais podem ser executadas com grande efeito e o poder de ameaça norte-americano cresce consideravelmente. Também deriva dessa análise que em crises financeiras de menor escala a arbitrariedade norte-americana em agir ou não ganha muito maior relevância e, sem dúvida, configura-se numa posição de poder muito privilegiada. É evidente que isso não é uma novidade pós-GCF e, sim, uma realidade concreta e observável desde a consolidação do padrão-dólar flexível. Para isso, basta lembrar resgates pontuais liderados de forma improvisada pelos EUA, como no México em 1994, as diversas intervenções capitaneadas pelo FMI sempre com a aprovação norte-americana ou as escolhas deliberadas em não oferecer resgate como na crise do rublo. Porém, a resposta norte-americana à GCF e seus desdobramentos culminou em novos contornos dessa realidade em função da institucionalização das linhas de *swap*.

Por natureza, as linhas de *swap* são um instrumento capaz de suprir as necessidades críticas de dólares durante crises e assim um veículo pronto para eventuais ações norte-americanas de resgate e estabilização. Por mais que tivessem sido usadas em uma escala considerável na contenção da GCF, poderiam ainda ser consideradas instrumentos emergenciais, acionados durante um período excepcional da economia global.

No entanto, quando em outubro de 2013 o FED (BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2013) anunciou que tornaria as linhas de *swap* com os Bancos Centrais da Europa, Suíça, Inglaterra, Japão e Canadá permanentes e sem limite, um novo pilar do sistema monetário global se firmou. Por mais que formalmente o acordo se configure como uma rede entre as seis instituições, e que a qualquer momento cada uma delas possa acionar *swaps* em qualquer uma das seis moedas, o que a prática sugere é que os cinco bancos centrais se plugaram de forma definitiva ao FED. A escolha dos parceiros revela um cuidadoso recorte que considera a relevância econômica dos atores e também seu alinhamento ideológico. Nesse sentido, é reveladora a contundência de Haruhiko Kuroda, presidente do Banco Central do Japão, quando do anúncio de que as linhas se tornariam permanentes: “*We have no plan to extend the swap arrangements beyond the six central banks.*” (KIHARA, 2013, não paginado)

Mais do que isso, Tooze (2018, p. 221) é perspicaz ao registrar que a ação do FED, seja na criação das linhas no auge da crise ou na formalização da rede de seis bancos centrais, “*is as much foreign economic policy as Bretton Woods or the Marshall Plan ever were*”. Com essas ações, o FED inseriu-se diretamente no plano de geopolítica econômica global em seu nível mais alto, de forma muito menos sutil do que na mera gestão da taxa de juros como anteriormente atuou. Não à toa, cada passo do FED foi coordenado com o Departamento de Estado (TOOZE, 2018). Até mesmo por isso, é muito relevante observar que enquanto apenas estes cinco atores se plugaram de forma privilegiada aos EUA, ao menos a periferia asiática

tem desfrutado de um acesso lateral ao sistema, tendo o Japão como *hub*. Como mostra Iwata (2018), o Japão possui linhas de *swap* bilaterais com Indonésia, Filipinas, Tailândia e Cingapura e, embora no momento estejam expiradas, já possuiu linhas similares com Índia e Coréia do Sul. As amplas reservas japonesas oferecem um anteparo importante para o funcionamento da rede e, como no limite o Banco Central Japonês possui total acesso ao FED, este pode canalizar e transmitir a liquidez em dólar para a periferia. Se considerarmos que a linha que conecta os EUA ao Banco Central Europeu indiretamente estende a rede de proteção do FED à Europa, a atenção volta-se então aos eixos mais importantes que seguem desplugados da rede.

Assim, não há como não notar a ausência de China e Rússia como parceiros nas linhas de *swap*, não só nas permanentes, mas até mesmo nas linhas emergenciais que tiveram duração limitada. África e América Latina, seguem como a periferia atrasada desplugada desta rede de segurança global, ainda que com eventual acesso emergencial como ocorreu com o Brasil e México no auge da GCF. Esboça-se assim um desenho geopolítico não muito distante das antigas linhas da guerra fria, com um núcleo capitaneado pelos EUA e seus parceiros preferenciais em posições privilegiadas, e a periferia associada em posição secundária, em contraste com os inimigos Rússia e China ausentes da rede.<sup>146</sup> Assim, pode-se afirmar que um dos produtos da resposta norte-americana à GCF foi a institucionalização de sua centralidade na gestão do sistema como prestador de última instância. Não só as linhas de *swap* estabelecidas no auge da crise estabilizaram o sistema baseado em dólar, mas estas se tornaram uma das novas bases do sistema. Como afirma Mehrling (2015, não paginado), “*for lack of a world central bank, we have a network of central bank liquidity swaps.*” E essa é uma rede com claríssimo núcleo central. A subordinação hierárquica fica evidente na fala de um banqueiro central europeu: “*In a way, we became the thirteenth Federal Reserve district.*” (TOOZE, 2018, p.

---

<sup>146</sup> Assim como também estão ausentes, como era de se esperar, os outros poderes secundários contestadores do sistema, como o Irã.

215). Se não bastasse essa liderança, o caráter seletivo na composição desta rede oferece mais uma vez aos EUA o privilégio de influenciar o formato do sistema.

Tooze (2018) destaca ainda um outro ponto cujas implicações serão discutidas com mais profundidade adiante,<sup>147</sup> mas que merece uma menção neste momento: o flagrante descompasso entre, de um lado, a eficácia técnica e a relevância destes novos instrumentos de estabilização do sistema financeiro global e, de outro, a sua precária legitimidade política nos EUA. O fato é que tanto no lançamento das linhas de *swap*, como em sua expansão e posterior perenização, jamais houve debate público extenso ou anúncios portentosos de que o sistema ganhava um novo pilar, pelo contrário. Tais movimentos mereceram não mais do que burocráticos comunicados à imprensa e jamais se destacou a dimensão política destas ações, sempre apresentadas como soluções técnicas. Como Neil Irwin descreve (*apud* TOOZE, 2018), o FED tratou qualquer informação que pudesse revelar a impressionante amplitude do suporte que estava dando às instituições internacionais com o mais alto grau de sigilo. Assim, o FED tinha consciência do escopo de suas ações, e do risco político caso estas fossem carregadas para o centro do debate público. Assim, o novo pilar, tão central para o sistema, paradoxalmente nasceu sob uma frágil base de sustentação política.

### **4.2.3 Centralidade Renovada 3: Hegemonia do Dólar**

Esta centralidade afirmada por meio da rede de *swaps* é, contudo, apenas um dos eixos em que a posição dos EUA no mundo foi reforçada pela GCF e pela resposta norte-americana a ela. Um terceiro eixo diz respeito à fortalecida hegemonia do dólar que emerge da crise e os títulos americanos num papel reforçado de porto seguro do sistema.

Em muitos círculos, uma crise global era esperada antes de 2008, mas muito diferente da que realmente aconteceu. O receio era de que os investidores globais em algum momento

---

<sup>147</sup> Ver a seção Novo Desafio 2 - a Questão Política.

subitamente acordassem para a dimensão dos déficits norte-americanos e, expostos à fragilidade do dólar, fugissem da moeda num efeito devastador para os mercados e a posição norte-americana.<sup>148</sup> A crise de 2008, de certa forma, poderia ser a tempestade perfeita para disparar tais efeitos, já que tinha em seu epicentro os EUA. No entanto, na realidade a crise desenrolou-se de forma oposta. Por mais que a GCF estivesse centrada nos EUA, foi para os títulos públicos norte-americanos que os investidores correram. Assim, no momento de maior pânico, era a dívida do Estado norte-americano que seguia sendo vista como porto seguro do sistema. Nas palavras de Gindin & Panitch (2012, p. 302), “*the international rush to hold Treasury bonds for safety in the global storm, confirmed the importance of the political infrastructure of global capitalism that had been developed over the previous decades.*”

No entanto, se a GCF não teve a dimensão cataclísmica acima anunciada, diversos autores seguiam vendo uma trajetória declinante na liderança norte-americana, declínio esse que teria sido acelerado pela GCF, como defendem Calleo (2009), Layne (2012), Serfaty (2011) e Xinbo (2010) entre outros. Nestas leituras, a hegemonia do dólar, vista como um pilar crítico da posição dos EUA, também estaria sendo erodida.

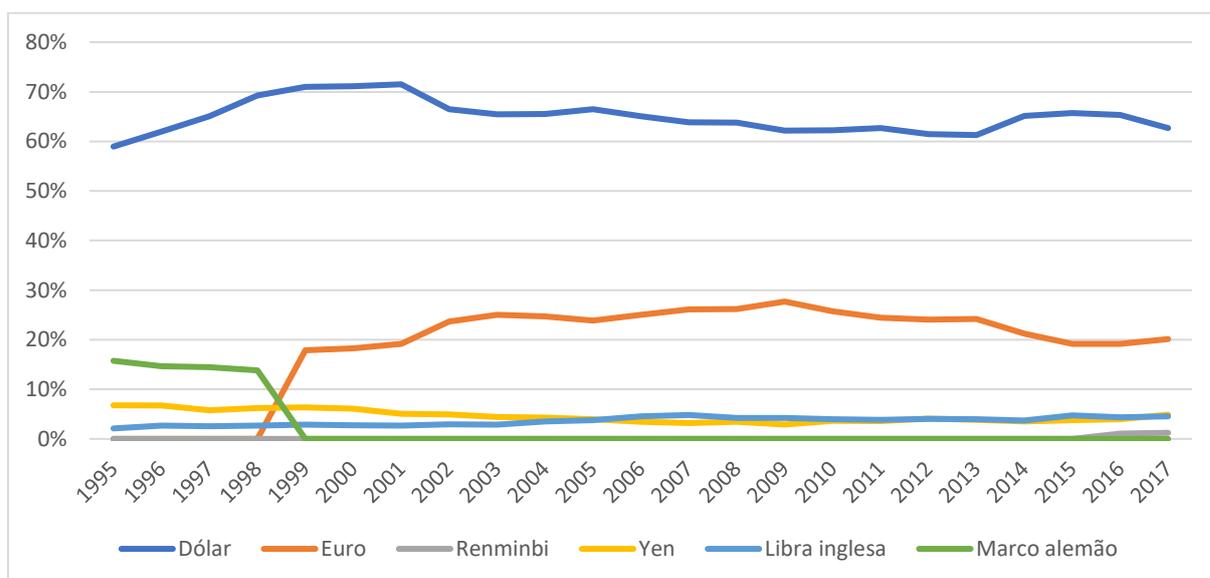
Tais conclusões em geral partem de alguns fatos observáveis: a inquestionável ascensão econômica chinesa, a dimensão dos *déficits* norte-americanos e o volume da dívida pública dos EUA. Esses fatos, somados a um desempenho econômico dos países emergentes superior ao apresentado pelos EUA nos primeiros anos após a GCF, automaticamente para estes analistas implicariam numa gradual derrocada do dólar e, junto dela, da liderança norte-americana no globo. Tais leituras, no entanto, carecem de uma descrição convincente dos mecanismos que operariam esta erosão do poder monetário norte americano. É justamente por isso que Stokes (2014) alerta para o fato de que estas transformações econômicas não necessariamente levam à

---

<sup>148</sup> Ver, por exemplo, Sinai, Orszag e Rubin (2014). Tooze (2018) mostra de forma clara como este receio foi influente nos anos anteriores à GCF.

uma erosão das bases de sustentação do dólar. E, mais do que isso, os dados de uso do dólar após a GCF de forma alguma corroboram a tese de um declínio de sua posição como moeda-chave, pelo contrário, tendo em muitos aspectos se reforçado, como se mostra a seguir.<sup>149</sup>

O uso do dólar como moeda de reserva dos bancos centrais é uma das formas de avaliar sua centralidade, em um indicador que combina elementos econômicos com geopolíticos. A figura 27 a seguir mostra a contínua e estável dominância do dólar como moeda de reserva, sem qualquer mudança relevante de patamar após 2008. Desde a década de 90, o dólar tem representado entre 60% e 70% das reservas internacionais. As variações, mesmo que não tão significativas, são muito melhor explicadas por variações na taxa de câmbio do que efetivamente por mudanças de portfólio. Como aponta Goldberg (2010), sua proporção nos portfólios, uma vez desconsideradas as flutuações de câmbio, é extremamente constante.



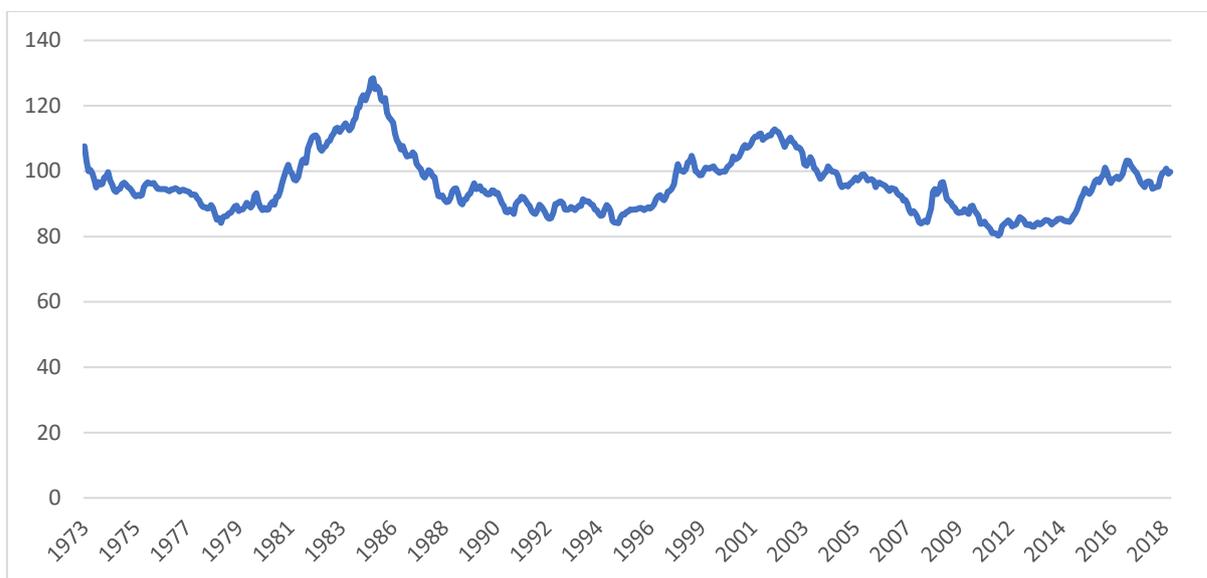
**Figura 27: Composição das reservas internacionais por moeda**

Fonte: Base de dados do FMI - <http://data.imf.org/>. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) e International Financial Statistics (IFS) .

Alíás, nesse sentido, a direção geral do dólar nos dez anos que seguiram à GCF é de valorização. No dólar index, compilado desde 1973 e que compara o valor do dólar em relação a uma cesta de moedas e apresentado na figura 28, mostra que a moeda já se apresenta hoje em

<sup>149</sup> Boa parte dos indicadores a seguir debatidos foram sugeridos por Stokes (2013), e são aqui atualizados sempre que possível com informações mais recentes.

um patamar de mediano para alto em relação às suas médias históricas, revertendo uma trajetória de queda nos 15 anos anteriores à GCF.

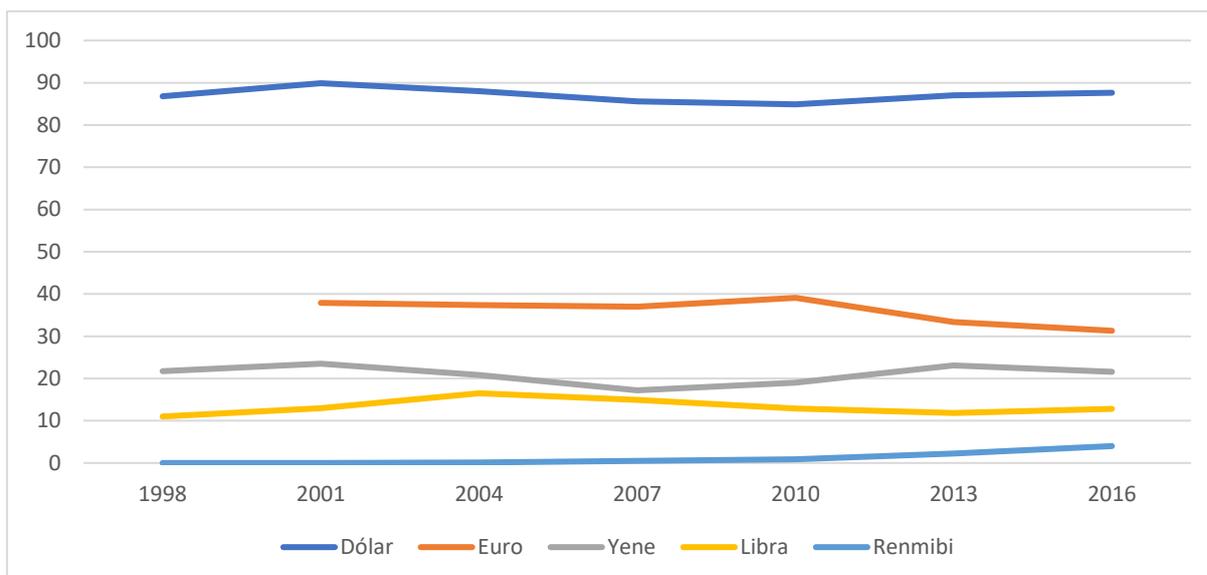


**Figura 28: Evolução do índice dólar**

Fonte: Macrotrends (<https://www.macrotrends.net/1329/us-dollar-index-historical-chart>).

Nos mercados privados, o dólar também segue com papel dominante e reforçado. Nos dados compilados pelo BIS (*Bank for International Settlements*), que identificam as moedas envolvidas em cada transação nos mercados de câmbio, o que se observa é que quase 90% delas seguem tendo em uma das pontas o dólar, como evidencia a figura 29.<sup>150</sup> Além disso, de forma simbólica, a tímida redução do dólar entre 2001 e 2010 reverteu-se, e os dados de 2013 e 2016 já mostram uma retomada da participação do dólar nos mercados de câmbio. Ainda que a China mostre veloz crescimento, saindo de percentual nulo para 4% das transações em 2016, a distância entre as moedas é reveladora do tamanho do desafio para que o renmimbi assuma um papel central em substituição ao dólar.

<sup>150</sup> Os percentuais somados das moedas, caso todas elas fossem incluídas, totalizariam 200%, já que cada transação sempre representa duas moedas envolvidas.



**Figura 29: Uso de moedas nos mercados de derivativo OTC**

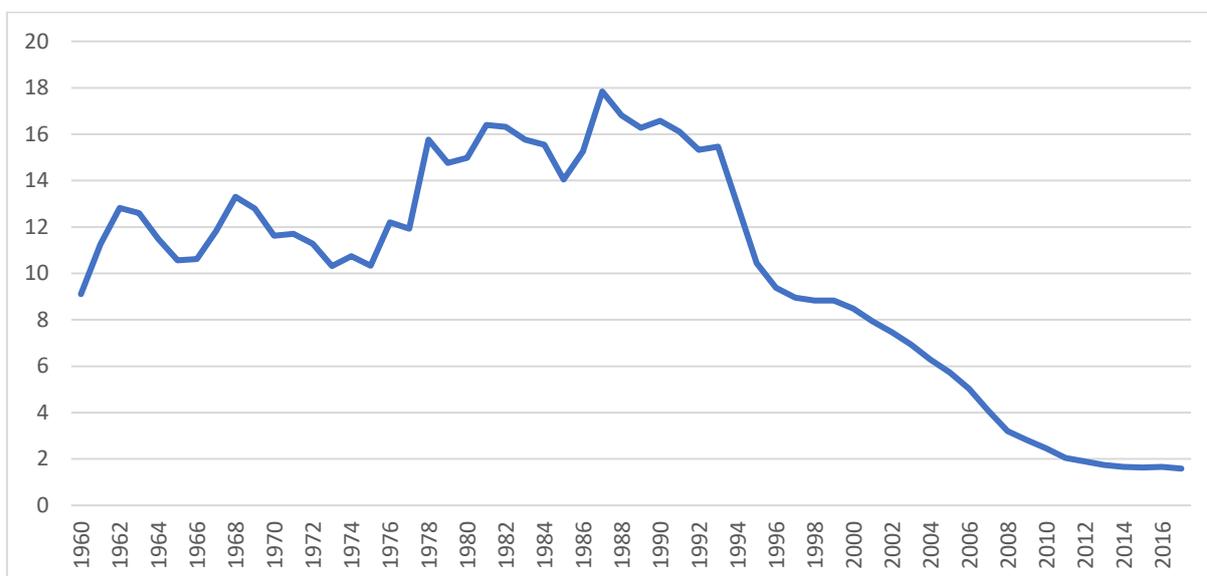
Fonte: Elaboração do autor a partir dos dados do Bank for International Settlements (2010, 2016)

A partir do trabalho de Stokes (2013), um argumento convincente pode ser apresentado para explicar esta manutenção da centralidade do dólar: ainda que a GCF represente um significativo evento em termos econômicos e até em sua dimensão simbólica, ela pouco impacto teve sobre as bases concretas que permitiram a consolidação do padrão dólar-flexível. Essas bases, para Prasad (2015), são a combinação única encontrada nos EUA de uma grande economia, instituições estáveis, um sistema legal efetivo e principalmente mercados financeiros amplos e líquidos. Prasad não menciona, mas sem dúvida também cumprem papel mais do que fundamental a preponderância militar e atuação geopolítica dos EUA, além da natural inércia no uso da moeda uma vez que a centralidade da mesma foi estabelecida.<sup>151</sup> De fato, todos esses pilares seguem de pé após a GCF, quando não reforçados. Ainda assim, alguns desses fatores merecem uma breve análise.

A dimensão da economia norte-americana foi sem dúvida um fator essencial para a consolidação do dólar-flexível e, até mesmo por isso, o impressionante crescimento chinês nas últimas décadas talvez seja o mais frequente argumento para defender a inexorável derrocada

<sup>151</sup> Tais pilares, com maior ou menor destaque, também são evidenciados em diversos outros autores que analisaram a construção histórica da dominância do dólar como Braga (1998), Gindin & Panitch (2012) e Serrano (2008).

do dólar. De fato, como destaca a figura 30 que compara a dimensão da economia norte-americana em relação à chinesa, o crescimento chinês é assombroso, saindo de um patamar de uma economia dezesseis vezes menor do que a americana no início da década de 90 para uma relação em 2017 em que os EUA são “apenas” 1,6 vezes maiores em termos nominais. A figura, no entanto, mostra outra dimensão relevante: a partir de 2008 a curva perde inclinação e o avanço chinês reduz substancialmente sua velocidade. Isso mostra, nos termos sugeridos por Braudel (2005), como as crises mais comumente servem como momentos de recentralização do poder do que de passagem de bastão, justamente pelas capacidades já construídas dos incumbentes.



**Figura 30: Relação entre PIB dos EUA e PIB da China**

Fonte: Banco Mundial - <https://data.worldbank.org>.

Ainda assim, Stokes (2013) faz outra importante ressalva para os que destacam o crescimento chinês como ameaçador à posição do dólar. Ainda que a economia chinesa caminhe para se tornar a maior do mundo, os EUA seguem com uma capacidade de comando no plano econômico não ameaçada. Em termos de investimento externo direto, os EUA seguem como os maiores investidores globais, com valores mais do que duas vezes superior aos apresentados tanto por China, como Japão e Alemanha. Mais do que isso, sua participação como fonte de investimento direto no globo cresceu nos nove anos que seguiram à crise em relação aos 9 anos

anteriores, saltando de 19% do montante global entre 2000 e 2008 para 22% entre 2009 e 2017.<sup>152</sup> Esse é um importante indicador que reforça a centralidade das firmas norte-americanas e da sustentação do dólar no médio prazo. Se não bastasse, os EUA seguem também como maiores receptores de investimento direto global e principal destino das exportações globais. Em especial em relação aos emergentes asiáticos, é a economia norte americana e seu considerável déficit que alimentam parte relevante de sua produção econômica, numa relação que também reforça a posição do dólar ou, como colocado por Stokes (2013, p. 1081), “*the centrality of the US as an export location continues to be an important ‘lock-in’ for states, particularly in the heavily export-dependent East Asian states.*”

Dois outros pilares da posição do dólar merecem destaque. O primeiro, que destaca os mercados financeiros líquidos e amplos nos EUA, segue intocado. Como assinala Prasad (2015), o mercado de títulos nos EUA é maior do que o somatório da zona do Euro, Japão, Suíça e Inglaterra. O volume desses mercados oferece liquidez ímpar, em um ciclo de auto-alimentação da posição do dólar.

Já a respeito de outra dimensão, a que aponta os EUA como detentores de instituições estáveis e um sistema legal efetivo, é interessante notar como Geithner (2014) evidencia em trechos de suas memórias um extremo cuidado para que esta dimensão não fosse dilapidada. Em diversos momentos da gestão da GCF, houve pressão da opinião pública e de setores da burocracia estatal para medidas mais agressivas, em especial na demanda para algum tipo de revisão dos pagamentos dos bônus aos executivos da AIG ou de aplicação de *haircuts* para garantir as dívidas dos bancos. Em todas estas situações o Governo Obama capitaneado pela posição de Geithner resistiu a tais medidas, sempre apoiado no argumento de que era preciso preservar esta percepção de sacralidade dos contratos evitando tensionamentos legais ou percepção de enfraquecimento da institucionalidade.

---

<sup>152</sup> Dados da UNCTAD - <http://unctadstat.unctad.org>

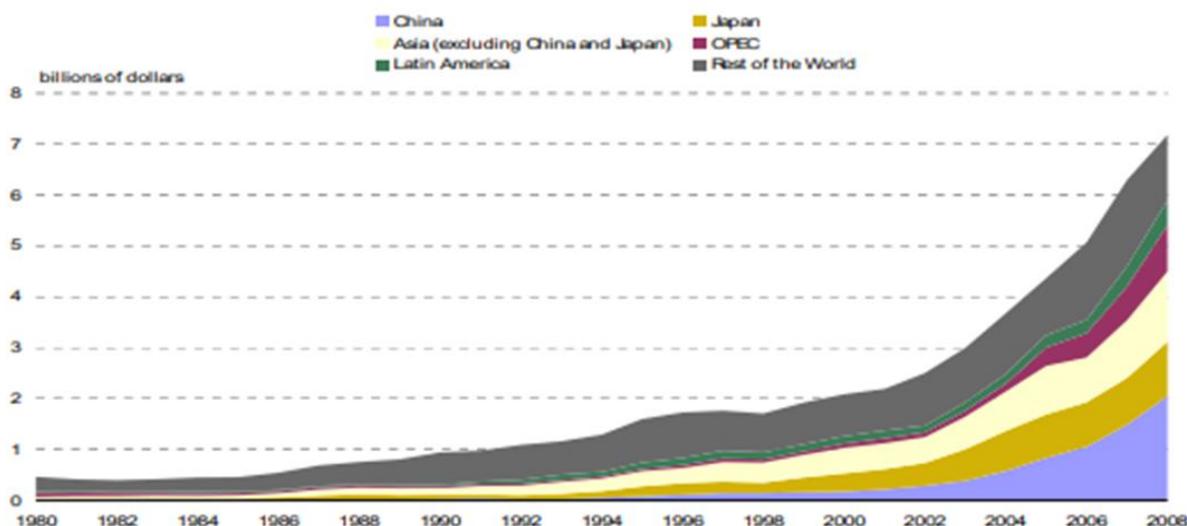
De toda forma, ainda que esses elementos debatidos nos últimos parágrafos tenham sido influenciados pelos acontecimentos da GCF, tratam-se de pilares constituídos nas décadas anteriores. A GCF trouxe, no entanto, ao menos duas novas dimensões para esta centralidade do dólar. A primeira delas diz respeito à própria natureza da resposta norte-americana e, de certa forma, repete parte do argumento debatido na seção anterior sobre o FED como novo *lender of last resort* da economia global. O simples fato de que o FED agiu no auge da crise e com força suficiente para estancar os desdobramentos mais agudos, alavancou sua posição e a do dólar. Nas palavras de Prasad (2015, p. 15), “*The U.S. central bank, the Federal Reserve (Fed), is now seen as an institution that has the ability to single-handedly forestall a meltdown of the global financial system.*” Prasad acrescenta que, com as linhas de *swap* tornadas perenes e o FED tendo demonstrado propensão para agir ao disponibilizar ampla liquidez num momento de stress, “*the dollar has become the indispensable glue holding the international monetary system together.*”

Assim, o sistema que emerge da GCF é um sistema ainda mais atrelado ao dólar ao contar com um novo mecanismo de estabilização essencialmente norte-americano. Mas as linhas de *swap* não foram o único mecanismo de ação durante a crise a fortalecer a posição do dólar. Outra decisão fundamental do governo norte-americano foi o resgate às GSEs Fannie Mae e Freddie e sua virtual estatização. No mercado, e também na liderança dos outros bancos centrais que acumulavam esses títulos, em especial o governo chinês, sempre houve a expectativa de que a dívida das GSEs fosse, no limite, assegurada pelo governo norte-americano. Tal implicação, no entanto, não era uma garantia legal absoluta. Ao decidir intervir e assegurar a dívida a despeito de uma possível brecha legal, a opção do governo norte-americano reforça a centralidade do dólar, pois mostra esta disponibilidade de também se assumir os ônus nos casos de uma crise severa.

Há ainda uma segunda nova dimensão que emerge após a GCF e que fortalece a posição do dólar: a escassez de ativos seguros, *safe assets*, no termo corrente em inglês. Na definição de Caballero, Farhi & Gourinchas (2017), *safe assets* são “instrumentos de dívida simples para os quais se espera que preservem seu valor no caso de eventos sistêmicos adversos”. Assim historicamente, ou ao menos no período anterior à GCF, os *safe assets* eram compostos pelos títulos de dívida dos países centrais, títulos da dívida das GSEs que eram implicitamente garantidos pelo governo norte-americano e títulos privados, em especial títulos lastreados em ativos, produzidos pelo setor financeiro que buscam oferecer máxima segurança.

Tais papéis cumprem diversas funções no sistema financeiro moderno, como registram Gourinchas & Jeanne (2012): são uma reserva de valor confiável para os diferentes agentes, compõe requerimentos prudenciais em função de demandas regulatórias, servem como referência de precificação para todos os demais ativos financeiros e, especialmente importante, servem como colateral em transações financeiras.

Caballero, Farhi & Gourinchas (2017) mostram que já nas décadas de 90 e 2000, ou seja, antes da GCF, duas forças impulsionaram uma crescente demanda por *safe assets*. O primeiro, disparado especialmente após a crise de 1998, foi o acúmulo pelos bancos centrais de países emergentes de um volume cada vez maior de reservas, necessariamente estacionadas em ativos seguros para proteção das economias nacionais no caso de uma crise. A figura 31 dá esta dimensão:



**Figura 31: Evolução das reservas internacionais possuídas por país**

Extraído de Bank of International Settlements (2011). Dados originais do Thomson Reuters Datastream.

O segundo vetor foi a disseminação dos ativos seguros como colateral nas intermediações do setor financeiro. O acelerado processo de financeirização e a crescente relevância do *wholesale market* fizeram com que a demanda por estes ativos para lubrificar as transações explodisse. A solução gerada pelo mercado para lidar com essa demanda crescente foi a produção de títulos privados que funcionassem como *safe assets*, já que a capacidade de produção de tais ativos pelos governos é limitada, dependendo de sua capacidade fiscal e de sua escolha política. Foi justamente essa demanda que fomentou a criação dos títulos privados AAA, que estiveram no coração da GCF.

No entanto, a oferta de ativos seguros sofreu três choques como consequências indiretas da crise. A GCF mostrou, por exemplo, o caráter limitado dos títulos privados como ativos seguros. Por mais bem feita que seja a engenharia financeira em sua concepção, tentando isolar os riscos desses papéis nas *tranches* mais bem avaliadas, os títulos sempre seguem sujeitos ao risco de eventos de grandíssima magnitude (CABALLERO, FARHI & GOURINCHAS, 2017, GORTON, 2016) e somente o setor público é capaz de oferecer um *backstop* verdadeiro a estas

situações. Assim, os papéis privados não desfrutam mais do mesmo status de antes da GCF.<sup>153</sup>

Da mesma forma, os títulos das GSEs, uma vez que as mesmas passaram a estar sob intervenção federal num limbo ainda sem conclusão dez anos após a crise, tampouco desfrutam deste status.

A oferta de *safe assets* sofreu ainda um terceiro choque com a crise de euro, já que os papéis de países de sua periferia como Grécia, Portugal, Espanha e até mesmo a Itália vinham recebendo tratamento previamente à GCF de um ativo seguro e, uma vez explicitada as limitações do arranjo monetário europeu, perderam também este status.

Se a GCF disparou uma redução na disponibilidade de ativos seguros, também agiu sobre sua demanda, porém em sentido inverso. Por um lado, os requerimentos de liquidez introduzidos em linha com Basileia III aumentam a necessidade dos bancos de ampliar o tamanho de seus portfólios destinados a estes ativos. Além disso, a instabilidade global também acentua a busca por refúgios seguros para os possuidores de capital, agravando o descompasso entre oferta e demanda destes ativos.

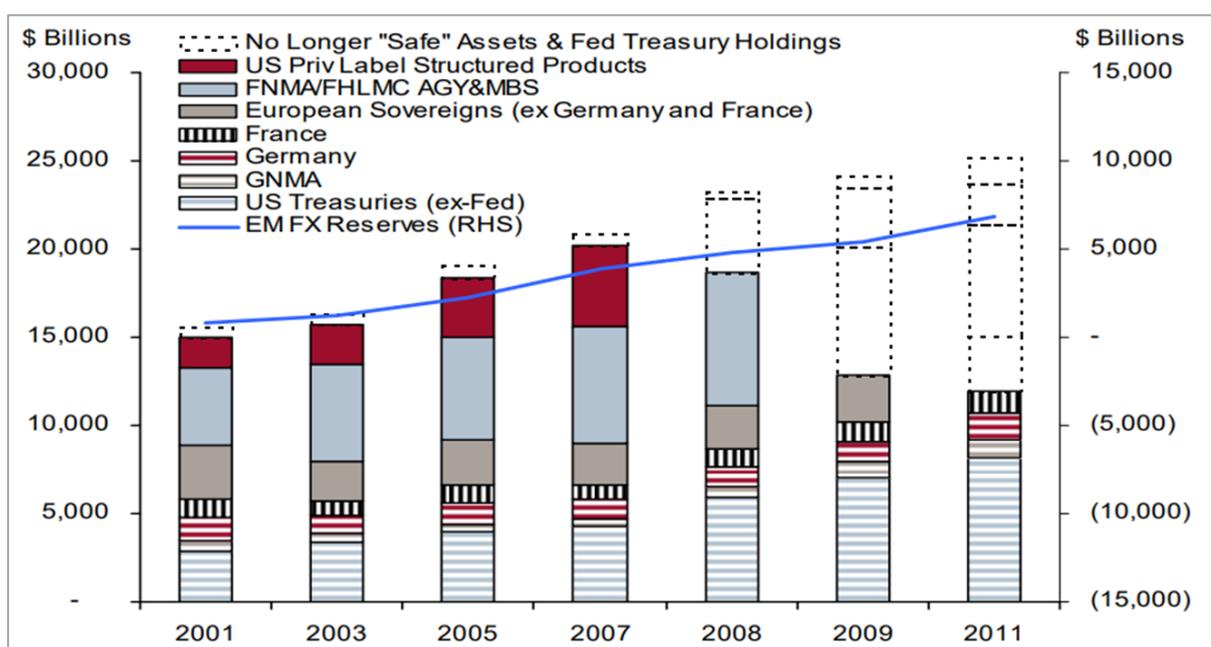
Este descasamento potencialmente pode gerar significativos desafios operacionais para o sistema,<sup>154</sup> mas nos termos desta seção o que cabe destacar é a crescente relevância dos títulos de dívida norte-americanos como refúgio seguro do sistema. A figura 32 deixa esta dimensão

---

<sup>153</sup> Gorton (2017) destaca que os *safe assets* precisam ter como característica serem insensíveis a informação, ou seja, que sejam aceitos no mercado sem que seja necessária análise detalhada dos fundamentos do credor por trás do título, até porque para que cumpram o papel de colateral nos mercados precisam ser repassados em alta velocidade, o que não é coerente com a demanda por análise. No momento em que se gera dúvida sobre o credor e análise das informações é necessária, o título perde o status e é este movimento que ocorreu com os títulos privados durante a GCF - e cuja sombra se projeta ainda hoje.

<sup>154</sup> Dois destes riscos são aqui brevemente discutidos. O primeiro aponta para uma eventual escassez de crédito para a economia real em razão da escassez de colateral (ver SINGH, 2011). O segundo aponta para uma redução da atividade econômica pela incapacidade do sistema de aprofundar as taxas de juros no terreno negativo para criar preços que efetivamente equilibrariam o mercado, como apontam Caballero, Farhi & Gourinchas (2017, p. 34): *“The collapse in the supply of safe assets and the increase in the demand pushed down the natural safe rate—that is, the short-term real rate required for full employment—well below zero. But nominal interest rates were already quite low and central banks around the world quickly found themselves unable to decrease nominal or real rates further. With real safe rates unable to decrease so as to clear markets, the demand for safe assets remained too elevated and the economy had to slow down and operate below its potential. This is a modern version of the paradox of thrift: faced with elevated safe real rates (relative to their equilibrium level), households prefer to save and postpone consumption; simultaneously, faced with low demand and elevated risk premia, firms prefer to postpone investment. Aggregate demand suffers and a recession ensues. In short, unable to clear markets via prices (the safe real rate), the economy clears by adjusting quantities.”*

evidente: antes da GCF os títulos norte-americanos representavam menos do que a terça parte dos ativos seguros globais (denominados em dólar ou euros) e, no pós crise, esses já representam quase três quartos do estoque total. Assim, em face do reconhecimento da incapacidade estrutural dos mercados em gerar ativos seguros, num reconhecimento implícito da força da dimensão política dos estados nacionais na gestão do sistema, e os graves problemas estruturais da zona do euro, os EUA e consequentemente o dólar assumem um papel ainda mais crítico no sistema e sua posição como moeda dominante é reforçada.



**Figura 32: Evolução da disponibilidade de safe assets**  
 Extraído de Miller (2011). Dados originais do Federal Reserve, Haver Analytics e Credit Suisse.

Prasad (2015) destaca que essa posição privilegiada do dólar como refúgio seguro pode ser observada empiricamente no período pós GCF. De forma sistemática, sempre que há uma alta no VIX, o índice publicado pela Bolsa de Chicago que mede a volatilidade esperada no mercado e, assim, costuma ser vista como um bom indicador do nível de receio nos mercados, também ocorre uma queda nas taxas de juros do Tesouro norte-americano. Assim, independentemente das razões que trazem receio ao mercado, sejam elas gerados internamente nos EUA ou nos mercados internacionais, elas disparam simultaneamente uma corrida para o dólar. Assim, a despeito de eventos simbólicos como o *downgrade* do governo norte-americano

pela Standard & Poor's em 2011 ou dos seguidos desgastantes embates dos governos Obama e Trump para elevar o teto da dívida, os EUA seguem sem qualquer problema para rolar suas dívidas. Mais do que isso, tem realizado tal processo a custos historicamente baixos. Como evidencia a figura 33, os retornos reais oferecidos pelo governo norte-americano seguem abaixo de 1% e por um significativo período no pós-crise estiveram em campo negativo.



**Figura 33: Evolução das taxas de juro reais dos Títulos do Tesouro de 10 anos**

Fonte: Departamento do Tesouro.

Com a ausência de qualquer alternativa real ao dólar no presente, face os problemas estruturais da zona do euro, a fraqueza da economia japonesa e os mercados financeiros ainda fechados da China, os EUA devem ainda preservar os privilégios de deter a moeda mundial, evitando ajustes em suas contas correntes, reduzindo os riscos relacionados à taxa de câmbio para suas transnacionais e garantindo uma posição privilegiada para suas instituições financeiras no mercado global (STOKES, 2013). Os eventos da GCF, ainda que simbolicamente sejam desmoralizantes para a posição norte-americana, em termos concretos reforçaram a posição central do dólar. Como representado nas palavras do diretor-geral da Comissão de Regulação Bancária da China, Luo Ping, *“Except for US Treasuries, what can you hold?”*. (SENDER, 2009, não paginado).

#### 4.2.4 Centralidade Renovada 4: Entrelaçamento Estado-Bancos

Outra vertente que reflete a reafirmação norte-americana após a GCF foi sua capacidade de impôr internacionalmente um modelo de reforma regulatória essencialmente concebida nos EUA. Como afirma, Helleiner (2014) não só foram os EUA que dispararam a reforma regulatória internacional, mas também foram eles que definiram seus parâmetros centrais.

Essa capacidade de impor parâmetros internacionais similares aos que eram definidos nos EUA foi essencial para evitar um deslocamento das atividades financeiras para o exterior a medida em que Dodd-Frank era aprovada e alguns mercados passavam a ser mais regulados. Essa era uma preocupação evidente nos debates domésticos, sendo um argumento abundantemente usado pelo lobby da indústria financeira para amenizar diversas regulações. Embora os líderes da reforma nos EUA compartilhassem desta preocupação, seu impacto concreto foi reduzido pois havia uma convicção de que, assim como nas últimas décadas, os EUA seriam capazes de criar a necessária convergência internacional. Isto fica explicitado por Geithner em um discurso ao FMI no qual diz que *“we will do what we need to do to make the United States financial system stronger. We will do so carefully. And as we do it, we will bring the world with us.”* (GINDIN & PANITCH, 2013, p. 302) De fato, o mundo seguiu os EUA e em tempo recorde: Basileia III foi costurado em dois anos, uma espantosa velocidade se considerarmos que Basileia I havia requerido quatorze anos de negociações desde a crise da década de 1970 e que a revisão que culminaria em Basileia II iniciou-se em 1999 e ainda não havia sido implementada por completo quando a GCF irrompeu quase uma década depois.

Para pautar os debates internacionais da reforma, os EUA desfrutaram de uma vantagem de *“first-mover”*, ou seja, tendo aprovado suas reformas domésticas antes da Europa e dos demais *players* relevantes, acabou por estabelecer um ponto de partida inicial para as negociações (HELLEINER, 2014). Ainda que essa não seja uma vantagem desprezível, por certo não é a decisiva. Pelo tamanho de seus mercados, sua relevância geopolítica e a

centralidade do dólar, os EUA seguem desfrutando do poder estrutural, nos termos propostos por Strange (1994), para ditar as regras do jogo. Um exemplo dessa força estrutural, e os mecanismos pela qual opera, pode ser observado na questão dos derivativos, exposta por Helleiner (2014). As novas regulações norte-americanas, mais rígidas, ameaçavam que as operações envolvendo derivativos simplesmente migrassem para o exterior. Para assegurar o alinhamento de outras jurisdições, os EUA ameaçaram vetar o acesso ao mercado norte-americano às firmas estrangeiras que não se alinhassem às novas regras, criando assim ainda mais incentivos para que os demais países adotassem legislação similar.

Esta capacidade norte-americana de liderar o processo regulatório é especialmente relevante quando se considera que o sistema financeiro dos EUA é mais baseado no mercado em contraste com o sistema mais baseado em bancos característico de economias como a alemã, francesa e japonesa. Deriva justamente dessa diferença em suas economias domésticas parte das distintas posições encampadas pelos países nos debates regulatórios internacionais. Assim, os EUA muitas vezes defenderam reformas mais severas para os bancos enquanto recuavam em medidas que restringiriam seu sistema baseado em mercados. Esse ponto também é ilustrado por Helleiner (2014), ao mostrar que franceses e alemães defendiam regras mais duras para os *hedge funds*, enquanto os americanos, com apoio dos ingleses que também possuem um sistema mais baseado em mercado, bloquearam iniciativas mais fortes neste sentido.<sup>155</sup> Por outro lado, foram os alemães e franceses os maiores obstáculos ao estabelecimento dos requerimentos de capital mais severos para os bancos. Esse processo, em que a resultante tem uma preponderância da posição norte-americana, culminou em reformas mais severas com os bancos enquanto os outros elementos de um sistema baseado em mercado seguiram em boa parte fora do escopo regulatório, como reconhece o próprio Tarullo (2012, 2015) que liderava os esforços regulatórios pelo FED.

---

<sup>155</sup> Juntos, EUA e Inglaterra são sede de 85% dos ativos sob gestão de *hedge funds*. (HELLEINER, 2014)

A intensificação da pressão regulatória sobre os bancos teve efeitos significativos na disputa internacional por mercados no setor financeiro. Como debateremos a seguir, a resultante foi um melhor posicionamento dos bancos norte-americanos nos mercados globais e um substancial recuo dos bancos europeus após a GCF. Como ponto de partida, Tooze (2018) destaca que até mesmo pela centralidade histórica dos bancos nos seus sistemas financeiros nacionais, os bancos europeus possuíam um número maior de empréstimos podres em suas carteiras e um nível menor de capitalização, o que por si já tornaria sua recuperação mais complexa no pós-crise.

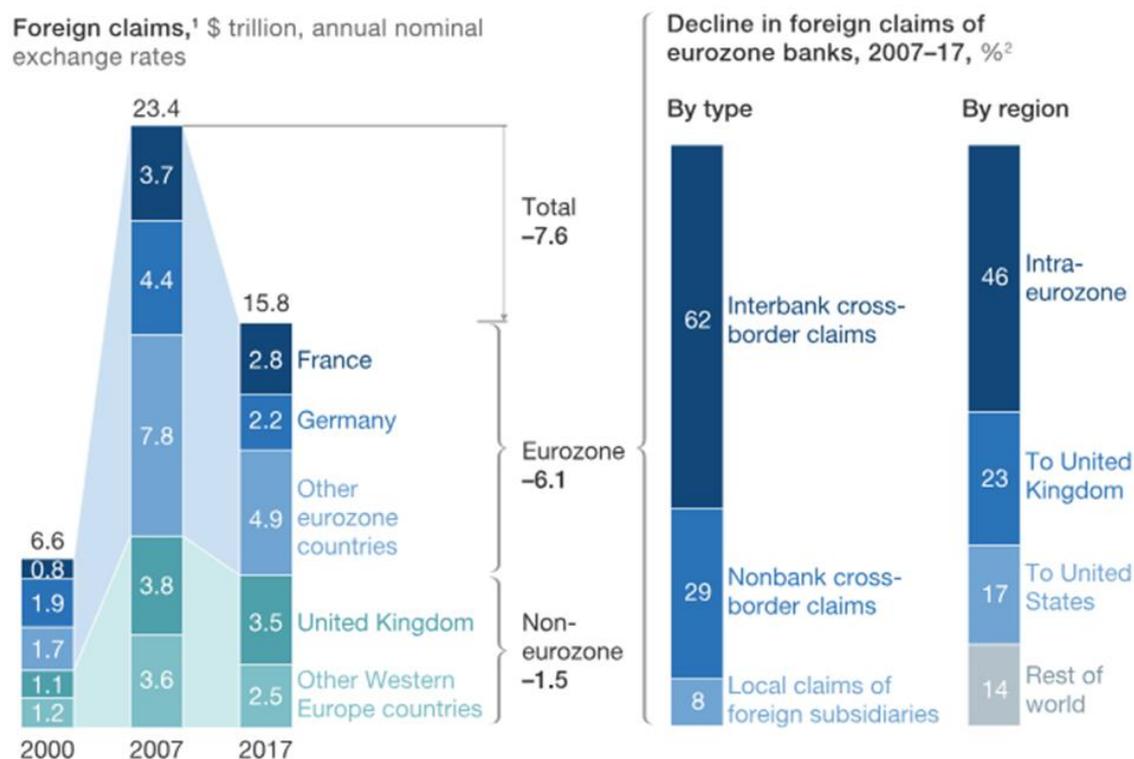
Além disso, outros fatores se somaram implicando na retração dos bancos europeus. Os novos requerimentos de capital, por exemplo, afetaram mais a disponibilidade crédito para a economia real e, conseqüentemente, as expectativas de crescimento na Europa, mais dependente dos bancos, do que nos EUA, criando um cenário adverso para os bancos.<sup>156</sup> Além disso, a emenda Collins, introduzida em Dodd-Frank, determinou que as operações norte-americanas de bancos internacionais estejam sujeitas aos mesmos requerimentos que os bancos norte-americanos. Isso colocou pressão adicional sobre os grandes bancos europeus, como Barclays, Deutsche Bank, UBS e Credit Suisse, que haviam assumido posições cada vez mais relevantes nos EUA na década que antecedeu à GCF. Eles precisaram de capital adicional para mantê-las com o mesmo tamanho, considerando ainda que os requerimentos determinados nos EUA eram maiores do que padrões de Basileia. Somados estes fatores às pressões originadas na crise do euro, estabeleceu-se um cenário em que a alternativa para sobrevivência dos bancos europeus foi a adoção de uma estratégia de encolhimento.

Lund et al. (2018) compilaram os dados que dão a dimensão do recuo europeu. Se entre 2000 e 2007 os bancos europeus viveram seu sonho de expansão internacional, multiplicando

---

<sup>156</sup> De forma alguma as novas regulações sobre os bancos foram o fator decisivo na lenta recuperação econômica européia, ainda que fossem um fator adicional a dificultar o processo. De todo modo, a crise do Euro disparada 2 anos após a GCF também era em parte resultante da fragilidade dos bancos europeus, destacando a conexão entre as duas questões.

por quatro os empréstimos e outros ativos concedidos no exterior, 10 anos após a GCF esse número reduziu-se em 40%, como evidencia a figura 34. Os bancos alemães, por exemplo, tinham em 2007 dois terços de seus ativos fora do país e em 2017 essa proporção reduzira-se para um terço.



Note: Numbers may not sum to totals listed, because of rounding.  
<sup>1</sup>Foreign claims include cross-border claims and local claims of foreign affiliates. Claims include loans, deposits, securities, derivatives, guarantees, and credit commitments.  
<sup>2</sup>100% = \$6.1 trillion.  
 Source: Bank for International Settlements; McKinsey Global Institute analysis

**Figura 34: Evolução dos ativos internacionais dos bancos europeus**  
 Extraído de Lund et al. (2018). Dados originais do BIS e do McKinsey Global Institute.

Nesse mesmo período, Srinivas (2017) reporta que os ativos dos bancos norte-americanos no exterior saltaram de 1,7 trilhões em 2006 para 3,6 trilhões uma década depois, em um crescimento de 110%. Esse número é um reflexo de uma maior internacionalização dos bancos norte-americanos, mas também do simples crescimento da base de ativos como um todo, já que os bancos norte-americanos seguiram expandindo-se após a GCF. Como afirma Coker (*apud* SRIVISTAVA, 2017), um único grande banco norte-americano, como o JP Morgan, tem uma capitalização maior do que a soma dos bancos espanhóis, alemães, franceses e italianos. Assim,

se os grandes bancos norte-americanos sofreram pesadas perdas com a GCF e hoje seu valor de mercado é apenas 75% do que valiam em 2007, este ainda é um desempenho três vezes melhor do que o dos bancos europeus que hoje valem por volta de 25% de sua avaliação daquela época (THE ECONOMIST, 2017).

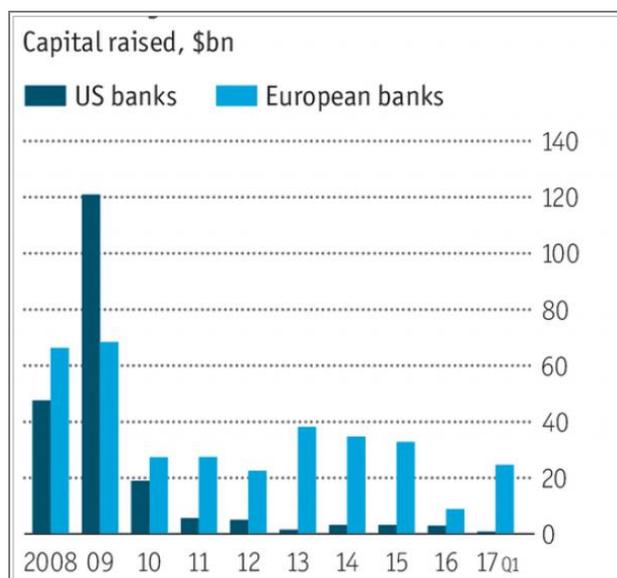
Sintomático desse movimento é o fato de que no relatório semestral do Z/Yen Group, que analisa os principais centros financeiros globais e os ordena de acordo com sua relevância global, Nova Iorque apareceu liderando a lista em 2014, superando pela primeira vez a *city* londrina desde a primeira publicação em 2007 (LONG FINANCE, 2014). Assim, a GCF e sua resposta regulatória teria como consequência uma perda de relevância dos centros financeiros europeus em relação aos EUA.

Em um relatório especial produzido pela The Economist em 2017 que buscava investigar as razões desta divergência de desempenho entre bancos americanos e europeus, destaque foi dado a uma outra razão além das até aqui debatidas decorrentes das novas regulações. Ainda assim, a razão desta divergência também era totalmente conectada à ação governamental e sua explicação foi assim resumida por um banqueiro europeu: “*The short answer is Harry Paulson. They got TARPed*”. (THE ECONOMIST, 2017, não paginado)

O que está por trás da afirmação do banqueiro é a diferença na natureza da resposta norte-americana e europeia à crise. Nos EUA, como discutido no capítulo 2, após um início gradual, a mobilização estatal para o resgate tornou-se massiva. Como nota Tooze (2018) o próprio vocabulário muitas vezes usado por Paulson e Geithner, os secretários do Tesouro, para comentar suas ações derivava do espaço da guerra e a doutrina inspiradora era o “*Shock and Awe*” da Guerra do Iraque, ou seja, o uso da força máxima para uma vitória em curto prazo. Assim, após os múltiplos programas de liquidez do FED implementados no final de 2007 e no decorrer de 2008, e que haviam apoiado sem distinção bancos americanos e também os estrangeiros, em outubro de 2008 na seqüência imediata da falência do Lehman Brothers o

Congresso norte-americano aprovou o TARP. Com seus recursos, o Tesouro imediatamente injetou capital nos bancos por meio do CCP (*Capital Purchase Program*) e, uma segunda rodada de capital foi assegurada ainda em 2009 de forma articulada com os testes de *stress*, que garantiam que fosse via recursos públicos ou privados os bancos atingiriam uma capitalização suficiente para sobreviver a um cenário mais severo. Tais medidas asseguraram que com velocidade os bancos norte-americanos assegurassem uma recapitalização satisfatória.

Já a resposta europeia foi tímida e vacilante. Nesse sentido, Verón (THE ECONOMIST, 2017) caracteriza a abordagem europeia como leniente e carregada de negação sobre a realidade, contrastando-a de forma negativa com o “*tough love*”, amor duro, embutido nas injeções de capital obrigatórias que caracterizaram a resposta norte-americana. Estas diferenças ficam evidentes na figura 35 que mostra a distribuição no tempo de novo capital levantado pelos bancos. Enquanto os norte-americanos praticamente completaram sua recapitalização ainda em 2009-2010, os europeus seguiriam necessitando de novas injeções de capital por todo o restante da década.<sup>157</sup>



**Figura 35: Capital adicional levantado por bancos americanos e europeus**  
Extraído de The Economist (2017). Dados originais da Dealogic Autonomous Research.

<sup>157</sup> É claro que a demorada recapitalização europeia é fruto também da crise do euro. No entanto, em boa medida esta foi gerada e ampliada justamente pela ação proteladora e pouco decisiva das autoridades europeias,

Nas palavras de Paul Achleitner (ARNOLD, 2018), ex-chairman do Deutsche Bank, este conjunto de medidas, ainda que duro, estabilizou completamente o sistema norte-americano e permitiu um reconhecimento radical das perdas, limpando os balanços para uma nova rodada de crescimento que não foi possível na Europa. De fato, logo após a GCF o índice de empréstimos bancários em *default* nos EUA ultrapassava 5%, índice superior ao da Europa onde rondava os 4%. A realidade seria outra em 2016. Os bancos norte-americanos haviam reduzido as perdas para 1,5% enquanto os europeus haviam ampliado suas perdas para um patamar de 5% (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2018).

Outra dimensão que ajuda a explicar a ascensão dos bancos norte-americanos são as novas regulações sobre a liquidez, tanto em sua dimensão mais severa como implementada nos EUA, porém aplicável às operações norte-americanas dos bancos europeus, como em sua versão mais tímida implementada na Europa. Como já debatido, as novas regulações favorecem o financiamento dos bancos por meio de depósitos no varejo, mais estáveis, e pune o financiamento no *wholesale market*. Dado que naturalmente são os bancos norte-americanos que dominam o varejo bancário nos EUA, somente eles possuem uma base de financiamento mais barata dadas às novas regulações. Aos estrangeiros resta o volúvel financiamento de curto prazo e a necessidade correspondente de manter em carteira ativos mais seguros e menos rentáveis para fazer frente à exposição do seu passivo.

Tooze (2018), no entanto, vai além e sugere que a resposta norte-americana inaugura uma nova era de entrelaçamento<sup>158</sup> entre o aparato estatal norte-americano e os grandes bancos. Para entendermos esse movimento, é válido retomar e analisar algumas das ações do Estado em relação aos bancos no curso da GCF. A injeção de capital por meio do CCP, com recursos do TARP, nunca foi a resposta preferida de Paulson. O ex-secretário do Tesouro sustentou enquanto possível que a saída pela crise deveria passar pela limpeza dos balanços dos bancos

---

<sup>158</sup> *Entanglement* no original em inglês.

por meio de alguma esquema de compra dos títulos cuja precificação tornara-se impossível no auge da crise. A defesa enfática desta opção se dava justamente porque a principal alternativa, injeção de capital nos bancos, perigosamente flertava com a ideia de algum tipo de nacionalização do setor financeiro. Uma ação como essa sem dúvida chocava-se com princípios ideológicos fortemente consolidados na elite política e econômica dos EUA.

No entanto, as necessidades pragmáticas se impuseram<sup>159</sup> e os bancos receberam os recursos que embora não tenham sido suficientes para a definitiva estabilização do setor, junto das garantias governamentais para a emissão de novas dívidas evitaram que a crise espiralasse fora de controle. Ainda que o programa de injeção de capital tenha sido desenhado de modo a minimizar qualquer interferência estatal na gestão, ele representa um marco simbólico de ruptura com a ação não intrusiva característica das décadas anteriores e ponto de partida para a construção deste entrelaçamento entre os bancos e o aparato estatal.

O passo seguinte nesse enredamento estado-bancos se deu com os testes de *stress*, conduzidos pelos órgãos reguladores norte-americanos para avaliar as necessidades de capital dos bancos no caso de cenários adversos. Nas palavras de Tooze (2018, p. 300),

*The stress tests subjected the accounts of the commanding heights of American finance to intrusive scrutiny not by the public and the markets but by select teams of government bank supervisors. (...) Effectively, the Treasury and the Fed would make themselves into the credit-rating agencies in chief—the “United States of Moody’s” —official arbiters of private creditworthiness and guardians of confidence in America’s financial system.”*

Os testes de *stress* foram inicialmente apenas um exercício em meados de 2009 de fundamental papel para estabilizar os mercados. Entretanto, posteriormente, foram institucionalizados como um programa anual após Dodd-Frank: o CCAR. Assim constituem uma nova dimensão da relação do Estado com os bancos. A aprovação nos testes passou a servir como uma garantia informal de que o Estado os considera seguros e que assim seguem dentro de um guarda-chuva especial de proteção. Ainda que com amplos debates metodológicos para

---

<sup>159</sup> É difícil não lembrar da histórica frase de John Gutfreund, ex-CEO do Salomon Brothers: “*It’s laissez-faire until you get in deep shit*” (LEWIS, 2011, p. 311)

comprovar esta afirmação, há evidências de que os grandes bancos passaram a desfrutar de um subsídio estatal indireto por meio de taxas mais baixas de captação<sup>160</sup> derivadas da percepção do mercado que o escrutínio e selo de aprovação governamental tornou os mesmos menos arriscados e, no limite, ainda protegidos por algum resgate estatal no caso de uma crise.

O aparato que dá sustentação a essa nova relação é significativo e sua dimensão é explicitada por Gindin & Panitch (2012) que mostram que o *Financial Institutions Supervisory Group*, do New York FED, conta com 150 pessoas de seu *staff*, com ampliação prevista para 300 pessoas, trabalhando dentro das grandes firmas de Wall Street monitorando suas posições e risco. Este corpo se adiciona aos examinadores de campo do FED, cujo número ampliou-se em 40% entre 2006 e 2011, quando chegou a 1948 examinadores e também 500 servidores do Tesouro, da divisão de Controller of the Currency, alocados nos grandes bancos. Este aparato, para Gindin & Panich (2012, p. 325), aponta que “(...) *Fed officials would virtually become integrated with the management structure of these firms, including their boards of directors*”.

No entanto, o passo que consolida a nova relação entre estados e bancos são os planos de capital, institucionalizados dentro do CCAR. Assim, os bancos paralelamente aos testes de *stress* precisam remeter ao FED suas intenções quanto ao uso do capital, indicando, por exemplo, quanto será distribuído como dividendos, quanto será usado para recomprar ações e quanto será retido ampliando o colchão das companhias. Caso o FED considere que após estes usos a instituição siga em condição robusta o suficiente para enfrentar um choque adverso significativo, ela poderá pagar os dividendos planejados. Caso contrário, a instituição terá que rever o uso planejado do capital sob pena de não distribuir dividendos.

Assim, na nova relação estado-bancos o Estado não é um acionista mas tem poder de veto sobre estes em sua decisão mais essencial que a definição do que fazer com seu capital. Se a

---

<sup>160</sup> Esta posição pode ser vista em Baker & McArthur (2009) e comentários sobre os pontos de vista contrastantes em Baker (2015).

dimensão da GCF mostrou os limites de um Estado não intrusivo, tendo o sistema exigido uma mobilização estatal sem precedentes para evitar sua implosão, a solução encontrada parece ser a de mínima intrusão, mas que ainda assim assegura poderes ao Estado como responsável pela estabilidade do sistema. Além disso, é uma solução politicamente mais palatável, pois até mesmo seu desenho tecnicamente complexo o torna um objeto de difícil debate na arena pública. Ainda assim, o novo desenho representa uma institucionalidade radicalmente nova que emerge da GCF.

Tooze (2018) chama atenção para uma outra nuance deste entrelaçamento. Nos testes de *stress* de 2009, por exemplo, as perdas estimadas dos bancos no cenário adverso somavam R\$ 600 bilhões e seriam em sua maioria absorvidos não pelo capital da companhia mas em especial pelo que se convencionou como *Pre-provision net revenue* (PPNR).<sup>161</sup> Basicamente, o PPNR é uma medida das receitas do banco menos suas despesas, excluindo as provisões para as perdas. Assim, uma conclusão lógica emerge: como já discutido, a estabilidade do sistema financeiro passava a ser um mandato explícito do FED e essa estabilidade implicava na robustez dos bancos para suportar um forte choque adverso. Porém, se o coração desta robustez é a capacidade dos bancos de gerar um PPNR satisfatório, criou-se uma relação em que uma das preocupações centrais do FED e do Tesouro em suas ações passa a ser que os dezenove grandes bancos incluídos no CCAR gerem resultados suficiente positivos.<sup>162</sup>

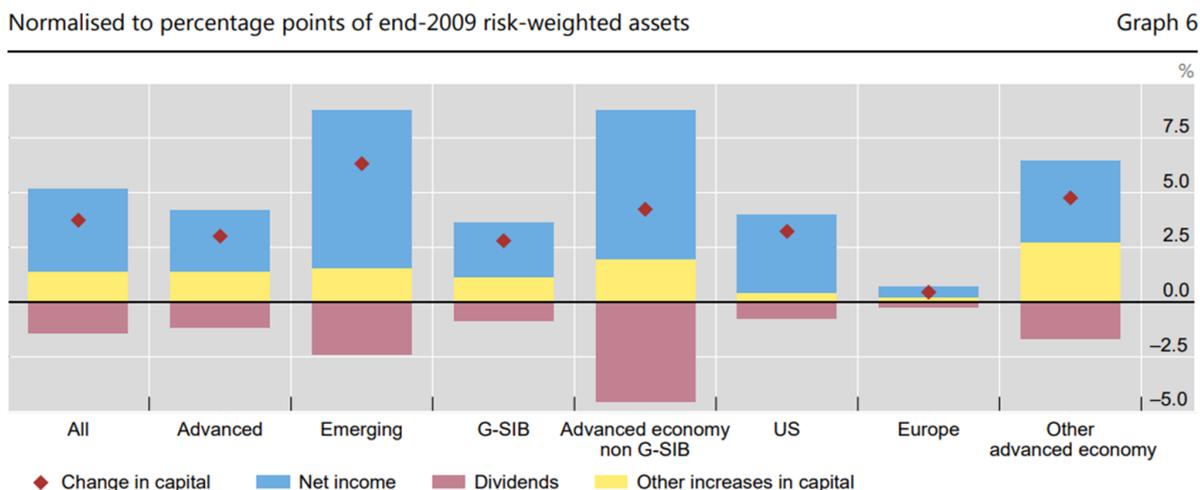
É claro que essa preocupação do aparelho estatal com a saúde dos bancos não é de forma alguma uma novidade na gestão do sistema, mas o que este novo arranjo assegurou foi sua institucionalização num programa anual de avaliação de resultados futuros. O lucro dos bancos transformou-se formalmente em preocupação estatal até porque este foi o principal canal que

---

<sup>161</sup> Tooze (2018) cita que 60% das perdas seriam cobertas por outras fontes que não o capital, majoritariamente neste caso pelo PPNR.

<sup>162</sup> É interessante que a capacidade de criar modelos para gestão do PPNR também tem se transformado em uma vantagem competitiva dos bancos norte-americanos, como aponta Frisbie (2015).

permitiu sua capitalização, como mostra a figura 36. Os lucros acumulados, muito mais do que injeção de novo capital, foram os responsáveis pela nova robustez bancária.



**Figura 36: Origem dos aumentos de capital nos bancos**

Extraído de Cohen & Scatigna (2014). Dados originais da Bankscope, Bloomberg e BIS.

Aliás, como também mostram Cohen & Scatigna (2014) na tabela 5, esse escrutínio expandido do FED sobre os planos de capital dos grandes bancos americanos levou-os em comparação a seus pares mundiais a níveis menores de pagamentos de dividendos. A taxa de dividendos de 20,8% em relação ao lucro é a menor entre todas as referências de comparação no período pós-GCF. Cohen & Scatigna (Ibid.) também apontam que esta retenção de lucros não derivou de um aumento da lucratividade dos bancos, mas sim de uma mudança no perfil do uso desta rentabilidade: menos dividendos e mais capitalização. Isso revela o quanto a lucratividade dos bancos, especialmente no período imediatamente seguinte à da GCF, foi fundamental para a estabilização presente e futura do sistema na visão dos reguladores. Também é uma mostra das rédeas mais curtas às quais o FED conseguiu submeter os bancos norte-americanos.

	2005–07		2010–12	
	Div payout ratio	Return on equity	Div payout ratio	Return on equity
All	40.5	18.0	30.3	8.6
Advanced	41.9	18.2	29.4	5.9
Emerging	29.4	16.9	33.6	18.9
G-SIB	39.1	18.4	24.3	7.9
Advanced non-G-SIB	46.7	16.9	47.4	4.2
US	58.1	15.9	20.8	7.6
Europe	38.0	18.0	25.8	3.7
Other advanced	34.0	21.6	46.5	9.8

Dividend payout ratio is dividends divided by net income. Return on equity is net income divided by common equity. Both are weighted averages across the corresponding group of banks, using end-period assets as weights.

Sources: Bankscope, Bloomberg, SNL; BIS calculations.

### **Tabela 5: Pagamento de dividendos e retorno sobre capital de bancos em regiões selecionadas**

Extraído de Cohen & Scatigna (2014). Dados originais da Bankscope, Bloomberg e BIS.

Estas ações permitiram aos bancos norte-americanos aprimorarem seus indicadores em termos de segurança sistêmica<sup>163</sup>. Como mostra o Bank for International Settlements (2018), os bancos norte-americanos que tinham níveis de capital CET 1 em relação a seus ativos ponderados de pouco mais de 4% em 2007 já desfrutavam de cerca de 8% em 2016. Já os bancos da zona do Euro alcançaram em 2016 os mesmos 4% que os bancos americanos já tinham em 2007. Nesse mesmo horizonte entre 2016 e 2007, a dependência dos bancos norte-americanos de fontes de financiamento de curto prazo caiu de 18% para 8% enquanto nas demais economias avançadas a redução foi mínima, de 17% para 16%.

Entendidas as múltiplas dimensões desse entrelaçamento entre Estado e bancos, é interessante observar que participar desse seleto grupo de grandes bancos monitorados pelo FED pode ser ou não um privilégio, dependendo da posição ocupada por cada agente. Como fica evidente pela batalha de grupos como a GE, AIG e Metlife para terem seu status de SIFI revogado e, assim, excluídas de medidas mais restritivas e demandantes do FED, estar especialmente na parte de baixo, no *lower end* desta camada de instituições monitoradas, pode

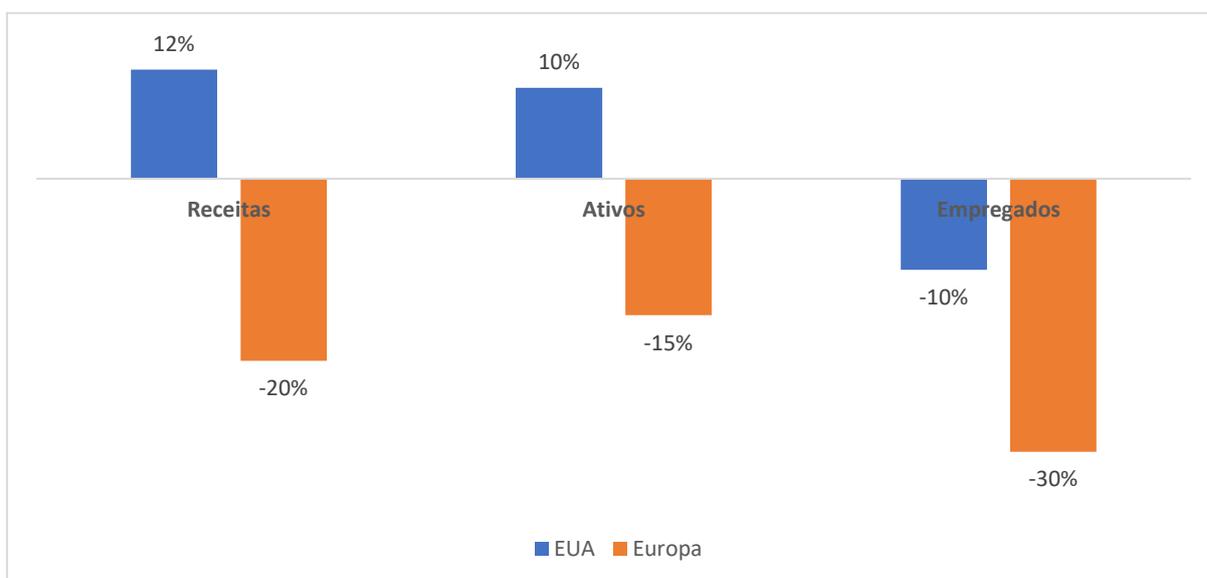
<sup>163</sup> O que, de forma alguma, aponta para que os mesmos estejam imunes a uma nova crise. No entanto, é inegável que apresentam maior robustez do que no pré-GCF.

ser uma posição incômoda. Por outro lado, para os *players* realmente grandes, o caminho é enredar-se com o FED e o Estado norte-americano na disputa pelo poder e mercado globais. Neste caso, estamos falando explicitamente dos quatro grandes bancos americanos, JP Morgan Chase, Bank of America, Citigroup e Wells Fargo e dos dois sobreviventes como bancos de investimento, transformados em *banking holding companies* no auge da crise, Goldman Sachs e Morgan Stanley. Esses seis são os *players* por essência do grande jogo global e, para eles, essa nova posição é, na expressão inglesa, “*the only game in town*”. Como já apontava Braudel (2005), o capitalismo é sempre o jogo dos grandes tubarões entrelaçados com o poder estatal.

Aqui é importante relembrar a já mencionada entrevista de Geithner à *The New Atlantic* (SCHEIBER, 2011) em que oferece seu racional à reforma. Nela, Geithner afirma que é preciso sim tornar o sistema mais resiliente à choques, mas, simultaneamente, é também necessário garantir às grandes firmas financeiras norte-americanas um posicionamento privilegiado para se aproveitar da esperada explosão na demanda por serviços financeiros a medida que amadurecem as economias emergentes. Em outras palavras, seria necessária uma resposta defensiva do aparato estatal norte-americano que diminuísse a chance de eventos catastróficos disruptivos para a ordem global assim como menor risco de que resgates às instituições fossem necessários, em função de seus custos fiscais e políticos. Porém, ao mesmo tempo, era preciso garantir amplo suporte para que as instituições americanas seguissem capitaneando os mercados financeiros. Nesse caso, o aprofundamento do entrelaçamento entre Estado e bancos aqui descrito, combinando medidas restritivas com amplo suporte estatal, constituem a resposta capaz de atender aos dois objetivos de Geithner. O resultado é que dez anos após a GCF, possivelmente estes gigantes financeiros estejam mais bem posicionados do que nunca para a disputa global.

Como resultado das fusões promovidas pelo governo no auge da crise, os quatro grandes bancos seguiram sua trajetória de dominância do mercado norte-americano. Em 2003 cerca de

35% do total de ativos do setor bancário nos EUA era por eles controlado. Em 2007, às vésperas da GCF, eles já haviam se expandido para pouco mais de 40%. Já em 2014 atingiram um novo patamar ao redor de 56% dos ativos.<sup>164</sup> Internacionalmente, esse avanço norte americano é bem captado por Wyman (*apud* NELSON & DETRIXHE, 2017) ao apontar que 50% das receitas globais na indústria financeira em 2017 era dos bancos americanos, num significativo avanço sobre o patamar de 40% desfrutado em 2007. A figura 37 também mostra de forma clara este avanço dos bancos americanos sobre mercados antes alcançados pelos europeus. Como afirma o Comitê sobre Sistema Financeiro Mundial do BIS (Bank for International Settlements, 2018), o recuo dos grandes bancos europeus cortou pela metade o número de firmas globais *full-service* que em sua maioria agora são firmas norte-americanas que tem aumentado sua participação nos mercados dos dois lados do Atlântico.



**Figura 37: Evolução das receitas, ativos e empregados dos bancos americanos e europeus entre 2007 e 2017**

Fonte: Elaboração do autor a partir dos dados de Arnold (2018).<sup>165</sup>

<sup>164</sup> Estes números são retirados de Baily, Bekker e Holmes (2015). Para os valores pós 2008, os autores tiram da base de cálculo os ativos de Goldman Sachs e Morgan Stanley já que como antes de 2008 estes não eram tratados como bancos seus ativos tampouco eram contabilizados neste cálculo naquele período, criando assim uma base de comparação mais adequada.

<sup>165</sup> Os dados apresentam os resultados para os 5 principais bancos europeus e norte-americanos acompanhados de forma detalhada pelo Financial Times.

Bill Winters, um ex-líder da JP Morgan responsável justamente por sua operação na Inglaterra alerta para os riscos geopolíticos deste movimento para os europeus. Considerando que em momentos de crise, em uma realidade bem conhecida na América Latina, os bancos retornam para suas trincheiras nacionais. Winters destaca o quão arriscado pode ser para os europeus que seus principais canais de conexão com os mercados globais sejam feitos por firmas sem interesses enraizados nas economias locais (ARNOLD, 2018). Nesse caso, a Europa estaria se tornando cada vez mais dependente dos bancos norte-americanos para se conectar com o sistema financeiro internacional. Esse é um argumento que vem sendo amplamente explorado pelos líderes dos bancos europeus, mas ainda sem significativa ressonância nos governos da zona do Euro até mesmo em função das múltiplas dificuldades políticas na Europa.

Em resumo, esta seção buscou demonstrar que a capacidade norte-americana de liderar a reforma regulatória e sua estratégia de *tough love* no pós-crise permitiu a seus bancos simultaneamente se tornarem mais seguros e mais dominantes globalmente. Essa dimensão foi reforçada por um novo entrelaçamento entre Estado e bancos, em que o Estado não atua como acionista direto, porém tem poder de veto sobre os usos de capital, em uma importante ferramenta para o direcionamento do setor bancário. Além disso, a nova institucionalidade colocou a lucratividade dos bancos como uma variável ainda mais relevante para o Estado norte-americano em sua função de gestor da estabilidade global.<sup>166</sup>

#### **4.2.5 Centralidade Renovada 5: Capacidade de Supervisão**

A GCF carrega em si um sem número de simbologias e disrupções. Talvez uma das mais relevantes ficou registrada no testemunho de Alan Greenspan à Câmara de Deputados em

---

<sup>166</sup> No entanto, uma relevante nota final precisa ser apontada. Se a resposta à GCF permitiu este avanço dos bancos norte-americanos, também reforçou um outro movimento que já vinha em marcha nas últimas décadas: o crescimento das instituições chinesas. A Standard & Poors (2018) mostra que os seis bancos que mais cresceram desde a crise são chineses. Partindo de matrizes estratégicas distintas do *playbook* de concorrentes americanos e europeus e em sua maior parte sob controle estatal, esta nova contestação da posição norte-americana exigirá inovadoras respostas por parte dos EUA.

outubro de 2008 (COMMITTEE ON OVERSIGHT AND GOVERNMENT REFORM, 2008, não paginado), com o ex-presidente do FED ainda em choque com os avassaladores acontecimentos que se desenrolavam naquele momento. A certa altura, Greenspan reconhece que o princípio no qual sempre acreditara de que os agentes financeiros, como os bancos, ao agirem em seu próprio interesse garantem o melhor para os acionistas mostrara-se equivocado. O deputado democrata Henry Waxman então o pressiona: *"You found that your view of the world, your ideology, was not right, it was not working?"* e então Greenspan concede: *"Precisely. That's precisely the reason I was shocked, because I had been going for 40 years or more with very considerable evidence that it was working exceptionally well."*

Greenspan, celebrado até então como o Maestro que conduzira por quase duas décadas a economia americana e mundial em sua era de expansão dos mercados, era obrigado a reconhecer os limites de sua visão de mundo. Esse era um eloquente sinal de que alguma resposta teria que ser dada pela institucionalidade norte-americana. No entanto, responder a essa situação era complexo, pois como debatido, ainda que os fatos que se desdobravam em 2008 fossem desastrosos, todo o ordenamento global que os precedera por mais de duas décadas seguia sendo altamente desejável do ponto de vista norte-americano.

Assim, Tooze (2018, p. 297) aponta que *"If capitalist finance was a given, then one would have to accept the necessity of dealing with gigantic banks and complex, fast-moving markets"*.

E, Tooze segue, afirmando que neste caso a solução vislumbrada pelo Tesouro implicava em

*to increase the oversight and managerial capacities of the state's regulatory agencies—the Treasury itself, the key regulators and the Fed [...], to build a crisis-fighting capacity at the national and international levels [and ...] to get legislation through Congress that would legitimize and regularize the business of overseeing financial stability.* (TOOZE, 2018, p. 297)

Dessa forma, uma quinta dimensão de reforço da centralidade do Estado norte-americano como legado da GCF é justamente a recuperação do papel e da capacidade de seu aparato estatal para supervisionar o sistema financeiro. Sem que o funcionamento dos mercados em si tenha sido radicalmente alterado, a novidade que se reinsere no sistema é o reconhecimento de que,

em última instância, ao menos em situações-limite, o Estado é absolutamente indispensável para a segurança do sistema e, para que cumpra este papel, é necessário que tenha informações e instrumentos para agir.

Na realidade, a crença no poder autocorretivo dos mercados explicitada por Greenspan criou uma enorme disparidade entre meios e necessidades. O sistema financeiro se internacionalizou a partir da década de 80, ganhando novos atores como o *shadow banking system*, e explodiu em termos de velocidade e volume impulsionados por novas tecnologias, numa curva ascendente exponencial de complexidade. Enquanto isso, o aparato regulatório viveu movimento inverso, de retraimento de sua capacidade de gestão. Nesse contexto, a GCF joga luz sobre o descompasso entre as necessidades de um sistema que no limite requer um Estado que pode ser convocado a agir e a situação precária de um aparato governamental que por anos teve como norte o mote da desregulação. Como fica evidente em diversos trechos das memórias de Bernanke (2015), Paulson (2010) e Geithner (2014), em muitas ocasiões durante a GCF os reguladores simplesmente não tinham informações de qualidade para dar suporte às suas ações, precisando montar forças-tarefas para conseguí-las em tempo recorde. Da mesma forma, muitos dos dispositivos com os quais os reguladores puderam agir eram relíquias de um passado remoto, como a autoridade concedida pela seção 13(3) para que o FED fizesse empréstimos emergenciais, criado em 1929 e praticamente não usado desde então, ou o ESF (*Exchange Stability Fund*) usado pelo Tesouro para garantir os MMFs, que era um dispositivo oriundo da época do padrão ouro.

Sintomático desde descasamento entre as necessidades de gestão do sistema moderno e o limitado aparato estatal às vésperas da GCF é que ainda em Junho de 2007, antes mesmo de qualquer sinal de turbulência nos mercados, o Departamento do Tesouro já havia iniciado os trabalhos para compor um documento-base que guiasse uma reforma do sistema regulatório nos EUA. Ou seja, mesmo antes da crise, a reestruturação do aparato regulatório já era vista como

urgente. O relatório, publicado em março de 2008 e assim meses antes do auge da GCF, já apontava para a necessidade de reforçar a capacidade estatal. O FED, em especial, receberia novos poderes na proposta, passando a ter um mandato explícito de garantir a macroestabilidade do sistema com poderes para buscar e consolidar informações que lhe permitisse melhor compreender a situação dos mercados.

Uma vez que adotamos essa lente, podemos observar que um número substancial das reformas introduzidas por Dodd-Frank tem este caráter de centralização de informações e de ampliação da capacidade de supervisão dos reguladores para o qual a reforma de Paulson já apontava.

Os derivativos, por exemplo, passam a ter que ser registrados em repositórios públicos. Aqueles que padronizados, precisam ainda ser negociados em bolsas e contar com contraparte central, concentrando e organizando os dados e exposição dos *players*. Da mesma forma, os *hedge funds* mesmo que sem qualquer restrição à sua atuação, também precisam aprimorar seus registros para que possam ser acionados em casos de necessidade de mais dados. A exigência definida em Dodd-Frank de se excluir da regulação qualquer menção às classificações feitas pelas agências de *rating* também reforça o papel dos reguladores que precisam desenvolver seus modelos ou regras específicas sem contar com as referências de mercado. Outro fator é que durante o auge da crise os bancos de investimento que sobreviveram, Goldman Sachs e Morgan Stanley, solicitaram sua conversão em *bank holding companies* e assim estão sob o guarda-chuva do FED, constituindo mais um movimento na direção desta centralização. Os testes de *stress* colocam nas mãos do FED uma detalhada fotografia da posição dos grandes *players* e, como são realizadas de forma uniforme com todos os bancos, também possibilitam um melhor entendimento das interconexões entre eles a medida que se testam os impactos em seus portfólios das diferentes premissas do teste.

O FSOC (*Financial Stability Oversight Council*) é fonte de diversos mecanismos que reforçam a centralização das informações e da responsabilidade de supervisão sobre o sistema. A possibilidade do FSOC de determinar uma firma não bancária como SIFI e assim colocá-la sob o escrutínio do FED, por exemplo, é uma forma de jogar luz sobre os pontos escuros - e potencialmente arriscados - do sistema. Ao designar as FMUs (*Financial Market Utilities*), os eixos centrais de conexão do sistema e colocá-las sob supervisão do FED, o FSOC também canaliza estes dados para o coração regulatório do sistema. Também é importante lembrar que a criação do FSOC foi acompanhada do seu órgão de suporte para pesquisa, o *Office of Financial Research* (OFR), oferecendo aos reguladores e ao mercado uma análise sistemática de alguns potenciais riscos em evolução no sistema.

Todas essas mudanças apontam para uma renovada missão e capacidade de supervisão dos reguladores. As medidas indicam que o Estado norte-americano optou por reforçar seu aparato de acompanhamento dos mercados e tal fato é uma considerável ruptura com a prática regulatória vigente no período pré-crise

No entanto, é possível discernir entre as reformas pós-GCF um segundo grupo de ações, muito mais intrusivo e que assim tem como premissa um aparato regulador muito mais ativo. Não por acaso, nenhuma das iniciativas neste segundo grupo estavam sugeridas no esboço original de Paulson. Antes de as considerarmos no detalhe, uma imagem pode ajudar a compreender sua essência: em seu projeto de livre de mercado, o sistema financeiro pode ser concebido como um sistema de múltiplas engrenagens e polias, girando em conjunto em máxima velocidade. Aliás, o processo de liberalização e desregulação consiste na retirada de qualquer fricção deste sistema, com sua lubrificação constante permitindo velocidades ainda maiores.

As medidas que listamos a seguir e que emergem no pós-GCF não se encaixam nesse projeto. São freios, até mesmo areia em suas engrenagens, que limitam e diminuem sua

velocidade. São ações que não se encaixam no edifício teórico original de mercados livres e desregulados,<sup>167</sup> salva-guardas inseridas pelo Estado em contra-ponto às ideias de um livre mercado capaz de gerar máxima eficiência. É neste sentido que podem ser entendidas medidas como os mais duros requerimentos de capital e de alavancagem, em especial nos patamares mais altos pelos quais os EUA optaram e que passaram também a ser exigidos das operações nos EUA de bancos estrangeiros. O fato de que estes novos requerimentos ainda são customizados em função de definições que dependem dos reguladores, como o *buffer* contracíclico e as demandas extras para as SIFIs, são mais um sinal desta reforçada centralidade do aparato estatal. Os requerimentos de liquidez, uma total novidade da resposta regulatória à crise, também aqui se insere, forçando os grandes bancos a manterem um portfolio bem específico de ativos para suprir suas necessidades líquidas por um período um tanto arbitrário.

Na mesma linha, observamos demandas dessa mesma natureza com os derivativos, ao se exigir maiores níveis de capital para suportar operações em derivativos não negociados em CCPs. Em todos esses casos, os freios são explícitos, inserindo travas que pelo volume ou tipo de capital exigido, diminuem a alavancagem total do sistema. Mas essas não são as únicas iniciativas de ação direta da regulação sobre a operação do mercado. A *Volcker Rule*, mesmo com suas dificuldades de implementação, também deve ser entendida como um freio à liberdade de atuação dos agentes, em especial dos bancos comerciais. O poder de voz e veto do FED sobre os planos de uso de capital dos grandes bancos atrelado ao processo anual de teste de *stress* também constitui numa significativa intervenção estatal sobre os mercados. Por fim, em uma intrusão de formato diferente, estão as recomendações anuais feitas pelo FED a respeito dos *living wills* dos bancos, por meio das quais o FED tem poder, e o tem exercido, de demandar

---

<sup>167</sup> Turner (2016) retrata bem os limites deste edifício em face da crise, questionando a Hipótese dos Mercados Eficientes e a Hipótese das Expectativas Racionais.

mudanças organizacionais e jurídicas substanciais na organização interna dos bancos para facilitar um eventual processo de falência.

Do nosso ponto de vista, os dois conjuntos de medidas, tanto aquelas mais ligadas à centralização da informação e reforço da supervisão, quanto as mais intrusivas, representam uma retomada da capacidade e responsabilidade dos EUA pela gestão do sistema. É claro que esse movimento não constitui uma mudança no paradigma de um sistema financeiro baseado em mercado. Como já citado, a ideia de que o sistema deve contar com “*gigantic banks and complex, fast-moving markets*” não está em disputa, mas é evidente que as reformas implementadas pós 2008 permitem um maior alcance da supervisão estatal e assim ampliam a relevância do Estado no novo ordenamento.

Há ainda um terceiro conjunto de ações tomadas pelo FED em caráter emergencial durante a GCF que apontam para esta maior relevância do estado: sua atuação como *dealer of last resort*, como discutido na seção de Mecanismos de Liquidez no Capítulo 2.<sup>168</sup> Nela, o FED pela primeira vez inseriu-se diretamente nos mecanismos de oferecimento de crédito e incorporou em seu balanço novos tipos de ativos. Ainda que esse tipo de atuação não tenha sido institucionalizado pelas reformas aprovadas, tampouco foi por elas coibida. Mais do que isso, o que o combate à GCF mostrou, é que a estrutura do sistema financeiro moderno exige, em última instância, que o FED assuma este papel em uma nova crise de grandes proporções.<sup>169</sup> Mesmo que com institucionalidade precária, já que não foi explicitada na nova legislação, o Estado tem renovada responsabilidade na gestão do sistema para agir como um *backstop* no

---

<sup>168</sup> Aliás, um argumento convincente pode ser feito de que é a potencial necessidade de o governo agir como *dealer of last resort*, colocando em risco o contribuinte, que exige a retomada de suas competências apresentadas nos parágrafos anteriores.

<sup>169</sup> Mehrling (2011, cap. 6, par. 6) resume bem esta posição: “*The central lesson of the crisis is that the American system requires the Fed's support as dealer of last resort, not just in the money market (...) but also in the capital market, and not just for Treasury securities (...) but also for private securities. The practical intertwining of money markets and capital markets is the defining institutional feature of the American system, and that feature requires a similarly integrated backstop by the central bank.*”

sistema de *dealers* que operacionaliza o funcionamento do sistema, não apenas no *money market* mas para um conjunto bem mais amplo de ativos.

A atuação do FED como *dealer of last resort* é um lembrete de que a ideia de que mercados livres e desregulados são capazes por si só de oferecer máxima eficiência ao sistema todo o tempo é falsa. No auge da GCF, o nível de desconfiança e insegurança era tamanho que compradores e vendedores só conseguiam encontrar suas demandas dentro do guarda-chuva do estado, mais explicitamente dentro do balanço do FED. Em última instância, o poder estatal é condição essencial para a sobrevivência dos mercados em tempos de *stress*.

Toda a sofisticação financeira desenvolvida nas últimas décadas não substitui esta necessidade. Ao contrário, apenas tornou-a mais necessária e sua intervenção mais complexa, porém ainda assim fundamental. Sem o Estado, e particularmente, sem atuação ativa e direta dos EUA, não há sistema financeiro moderno.

### **4.3 Novos Desafios**

Nas seções anteriores exploramos as consideráveis mudanças ocorridas no sistema financeiro mundial após a crise de 2008, assim como seu impacto sobre a posição norte-americana na ordem global. No entanto, estas mudanças também trouxeram novos desafios para a gestão do sistema. São elementos surgidos pela forma que se deu a intervenção norte-americana e que colocam o sistema sobre novo terreno ainda não testado. Nas duas seções que se seguem estes desafios são debatidos, assim como os principais riscos por eles introduzidos para o novo ordenamento.

#### **4.3.1 Novo Desafio 1: a Questão Operacional**

As manifestações do FED em relação ao novo arcabouço de implementação da política monetária descrito no início deste capítulo são otimistas. Exemplo disso é um discurso de

Simon Potter (2016, não paginado), vice presidente do Fed de Nova Iorque em que diz: “*To summarize my conclusion about the performance of the operating framework to date: I am extremely pleased with what we’ve seen so far.*”<sup>170</sup> No entanto, estranho seria a declaração de um banqueiro central em um outro tom que não aquele em que busca trazer tranquilidade aos mercados. De toda forma, a fala de Potter não é infundada. A fase de maior tensão foi vencida pelo FED e o banco central sobreviveu ao *lift-off*, como ficou conhecido o movimento de saída da taxa de juros zero sem turbulências catastróficas. O risco não era insignificante, afinal entre 2008 e 2015, ou seja, por sete anos a economia global esteve convivendo com um patamar mínimo de juros sem precedentes até chegar aos 2%-2,25% definidos em setembro de 2018.

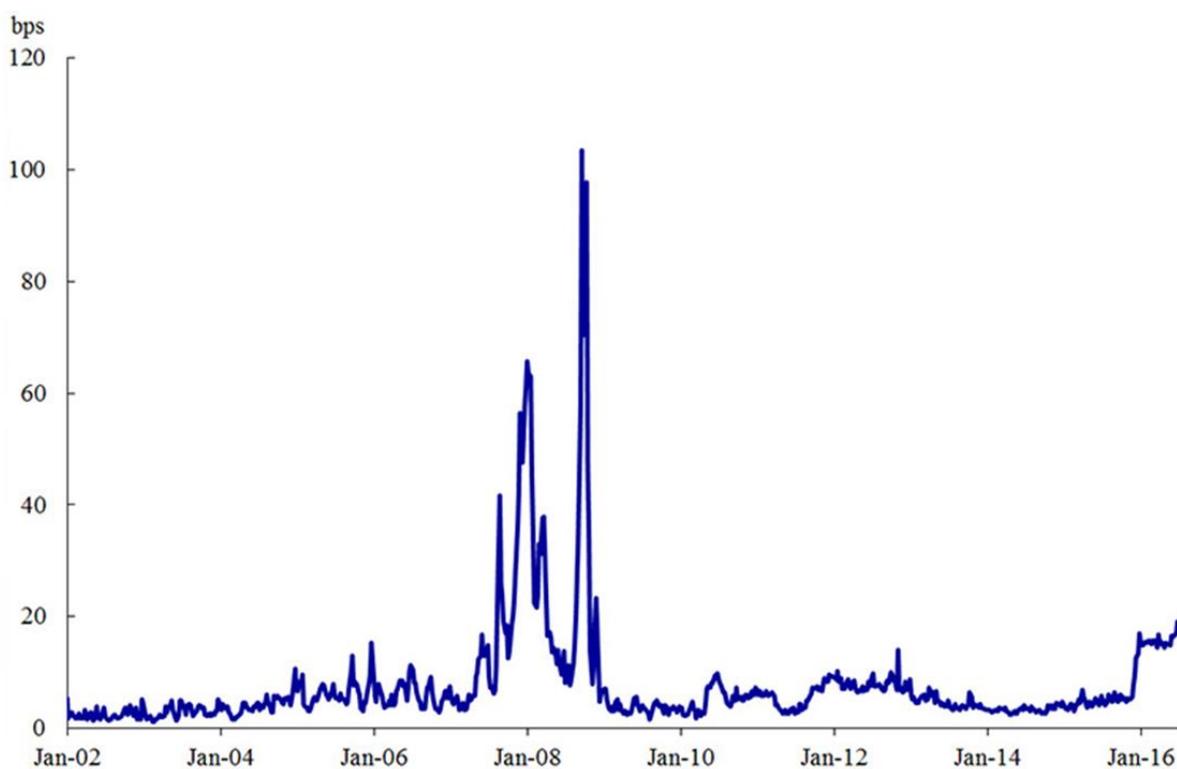
Simbólico das incertezas do período e reconhecendo o grau de novidade da nova operação para o FED é a fala do então vice-Presidente do FED Stanley Fischer em dezembro de 2014, antes do primeiro aumento na taxa de juros: “*very little works exactly as planned, and what are the alternatives if [o/n RRP] do not work? I think about that a great deal.*” (POZSAR, 2015b, p. 6). Esse grau de dúvida pairando sobre a determinação do preço mais básico da economia mundial é um novo risco, inexistente nas décadas anteriores à GCF. Além disso, ainda que o momento mais tenso já tenha passado e o FED mantenha seu discurso otimista, evidentes dificuldades e complexidades na operação do *money market* seguem em curso e projetam-se para o futuro.

O discurso otimista do FED tem como argumento central o comportamento da *Fed Funds Rate*, que tem obedientemente se mantido entre a ON RPP e a IOER como dita o novo arcabouço operacional. No entanto, como alerta Pozsar (2016b), o foco na *FED Funds Rate* traz o risco de se observar apenas as árvores e perder de vista a floresta. Para a implementação da política monetária é necessário que todo o espectro do *money market* flutue de forma consonante e a nova realidade é uma dispersão significativamente maior do que a observada

---

<sup>170</sup> Para um balanço mais recente da visão otimista do FED, ver Potter (2018).

antes da GCF. Duffie e Krishnamurthy (2016) construíram um indicador que permite observar essa evolução da dispersão do *money market* ao padronizar diferentes segmentos do mercado para uma mesma base comparativa. Usando a metodologia de Duffie e Krishnamurthy, o próprio Potter (2017), vice presidente do Fed de Nova Iorque, reconhece a partir da figura 38 que a dispersão no *money market* apresentou um salto de patamar assim que se iniciou o processo de *lift-off* no final de 2015, com um novo avanço no terceiro trimestre de 2016 quando a reforma dos MMFs entrou em vigor. O *spread* entre mercados que em geral se resumiam a um ou dois pontos-base agora comumente entram no campo dos dois dígitos (POZSAR, 2016b). A conclusão que o próprio Potter aceita é que as reformas tornaram os mercados mais segmentados e com reações mais turbulentas à choques que antes eram absorvidos com menos trepidação.

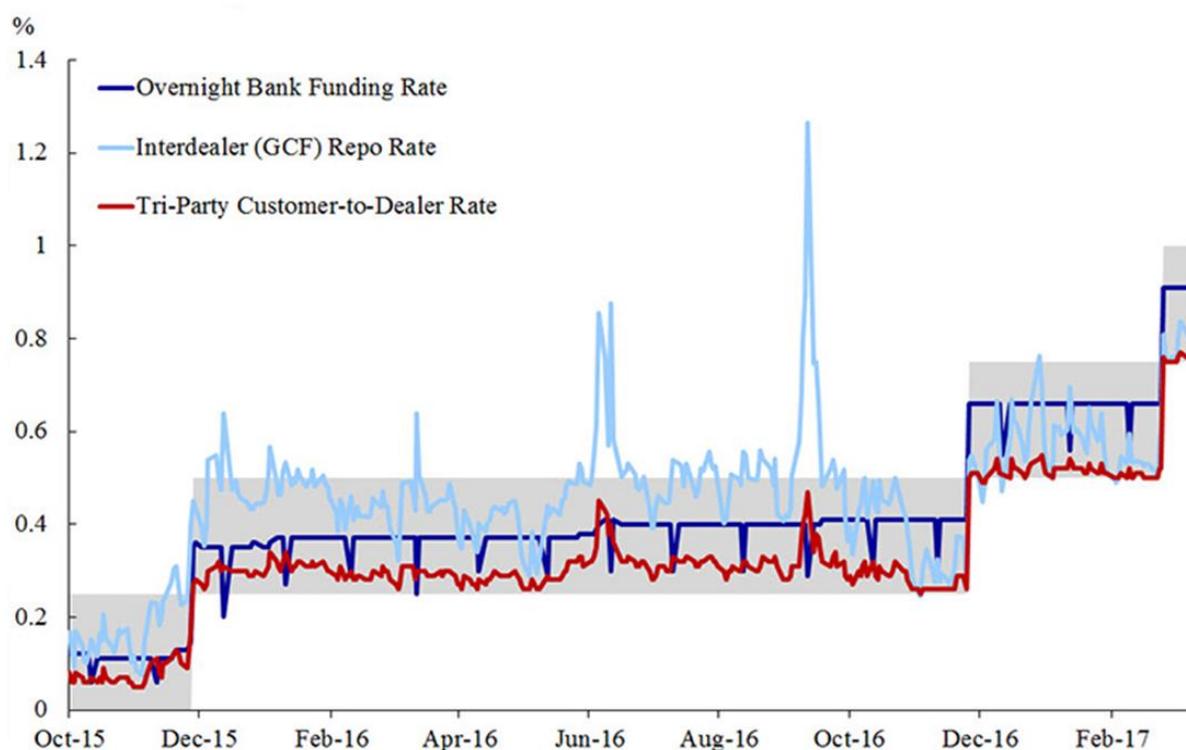


Source: Staff Calculations, Duffie/Krishnamurthy.

**Figura 38: Dispersão das taxas no *money market***

Extraído de Potter (2017). Dados originais produzidos pelo staff do FED com base na metodologia proposta por Duffie e Krishnamurthy (2016).

Observando a figura 39, que plota as taxas de alguns segmentos do *money market* sobre o intervalo estabelecido pela ON RPP e IOER esta situação fica evidente. Ao mesmo tempo, Potter defende que esta maior segmentação e turbulência são normais frente a um momento de mudança estrutural, o que apenas confirma o argumento aqui defendido: estamos vivendo um período de transição que traz em si um grau de risco e imprevisibilidade maior para a estabilidade global e conseqüentemente para a ordem norte-americana.



Note: OBFR prior to publication in March 2016 reflects staff estimates.

**Figura 39: Comportamento de certas taxas do *money market***

Extraído de Potter (2017). Dados originais do FED de Nova Iorque, DTCC Solutions, LLC, Bank of New York Mellon e J.P. Morgan Chase.

Talvez o melhor modo de observar esses efeitos seja olhar com mais atenção para um dos mercados em que a dispersão tem sido maior: o eurodólar. Como afirma Pozsar (2017a, 2017b), uma constante desde 2014, ainda que com ondas e refluxos, tem sido a divergência entre o dólar *on-shore* e *off-shore*, o que pode ser percebido em diversos momentos tanto na relação LIBOR-

IOS<sup>171</sup> como na na ruptura da CIP - *Covered interest Parity*,<sup>172</sup> apresentados nas figura 40 e 41 respectivamente. Como já debatido, a margem para arbitragem nos balanços dos bancos reduziu-se substancialmente após as reformas. A arbitragem envolvendo *swaps* cambiais, necessária para a manutenção da CIP era primordialmente resolvida usando empréstimos interbancários e, caso fossem insuficientes, era sempre possível se financiar por meio de *repo*. Com o mercado interbancário praticamente inexistente após as reformas em função das reservas em abundância e com o custo dos *repos* também se ampliando em função da introdução do LCR, o tamanho do *spread* para que faça sentido econômico para os bancos arbitrarem as taxas precisa ser significativamente maior. No caso dos mercados *off-shore* este movimento agravou-se ainda mais pois a grande fonte de financiamento do eurodólar eram os *prime funds*. Porém, a reforma dos MMFs, com brutal redução do seu volume, fechou esta artéria de financiamento europeu e coube aos bancos norte-americanos funcionarem como canal de transmissão, só que agora usando seu balanço muito mais caro do que os recursos mais baratos dos MMFs.



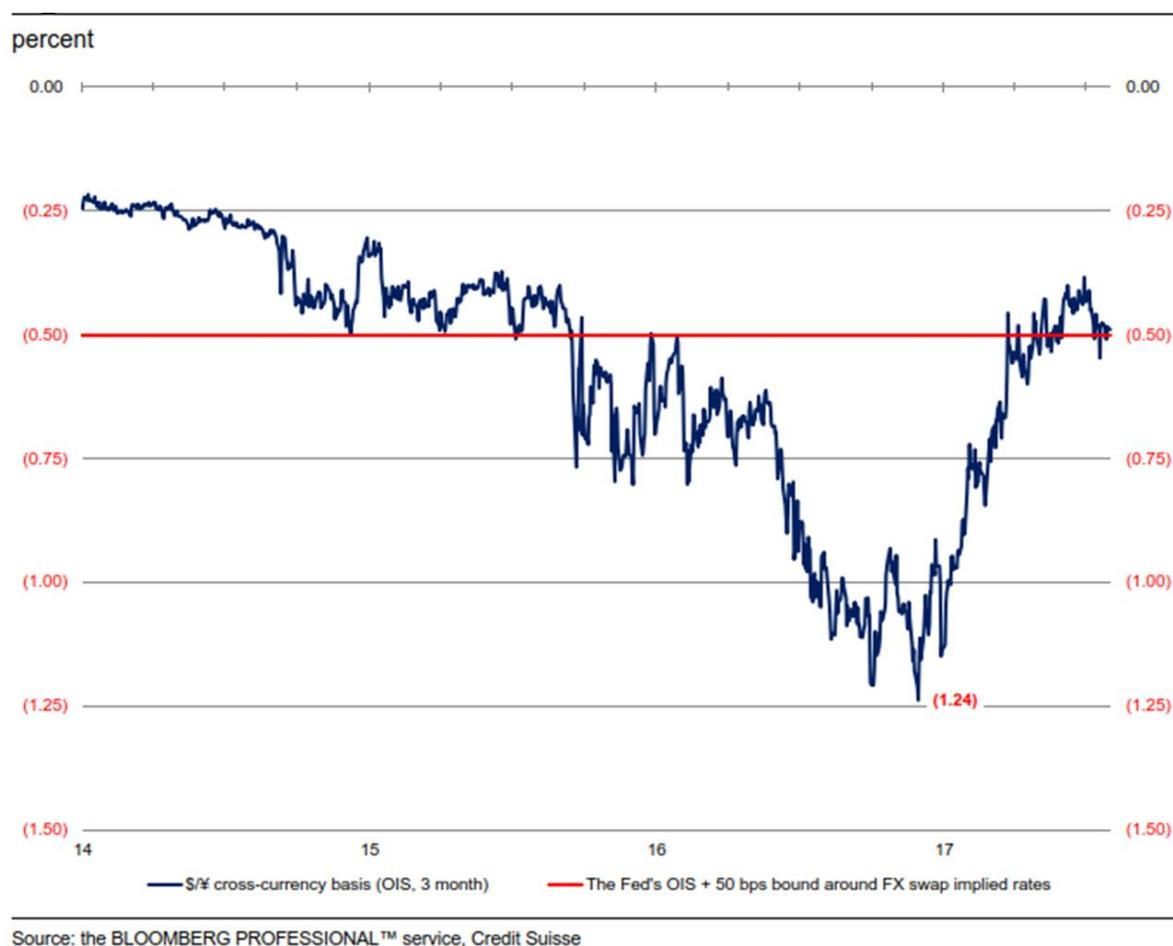
**Figura 40: Evolução do *spread* entre LIBOR e IOS**

Extraído de Goldman Sachs Asset Management (2018). Dados originais da Bloomberg.

<sup>171</sup> O *spread* LIBOR-IOS representa a diferença entre a taxa de empréstimo interbancário em Londres em relação a taxa básica sem riscos nos EUA.

<sup>172</sup> Para este exemplo, pode-se dizer que *Covered Interest Parity* é um postulado teórico que indica que o custo de se financiar em dólar internamente nos EUA deveria ser o mesmo custo de se financiar em dólar no exterior (em geral no Japão ou Europa) utilizando os mercados de câmbio para isso e considerando os diferenciais de taxa de juros em cada país.

A figura 41 detalha este movimento de divergência, em que a fase mais aguda entre abril e outubro de 2016 marca justamente as dificuldades trazidas pela reforma dos MMFs. A estabilização do spread no último trimestre de 2016 indica o ponto em que passou a ser rentável para os bancos norte-americanos fazer a intermediação dos recursos.<sup>173</sup> Historicamente, divergências como esta eram símbolo de algum *stress* no funcionamento dos mercados, com os bancos mostrando dificuldades de se financiar. A nova realidade é, no entanto, distinta e a divergência representa simplesmente uma nova estrutura incapaz de manter os segmentos do *money market* operando numa mesma margem estreita<sup>174</sup>.



**Figura 41: Evolução do *cross-currency basis* entre dólar e yen**  
 Extraído de Pozsar (2017b). Dados originais da Bloomberg Professional e Credit Suisse.

<sup>173</sup> Pozsar (2016a, 2017b) mostra que isto é especialmente verdadeiro para o J.P. Morgan, pelo perfil de HQLA construído pelo banco que é especialmente abundante em reservas. O J.P. Morgan funciona como um *system lender of next-to-last resort*.

<sup>174</sup> Borio et al. (2016) apresentam uma discussão abrangente desta ruptura da CIP.

O novo sistema tornou estruturalmente mais caro um dólar no exterior do que um dólar nos EUA. Pozsar (2017a) calcula que no novo cenário a cada U\$ 100 bilhões de reservas que são drenados por qualquer razão, seja pelo desejo do FED de reduzir seu balanço ou o Tesouro aumentando sua conta no FED, há um aumento de divergência no dólar obtido *off-shore* via câmbio de 10 pontos-base. Em outras palavras, a cada U\$ 100 bilhões de reservas drenadas, o resto do mundo sofre um aumento de 10 pontos-base na taxa de juros. Desta forma, Scaggs (2018a, não paginado), diz:

*Dollar funding pipelines between the US and the rest of the world have been squeezed by changes in laws, not bank creditworthiness. That means the strange moves in markets are related to structure, not financial stress, and raises questions about when (or possibly whether) they will reverse themselves.*

De fato, em 2017 gradualmente a divergência se reduziu e as razões revelam mais um elemento da complexa teia que emergiu das reformas pós 2008 no funcionamento do *money market*. O Tesouro, que havia ampliado de forma substancial seus depósitos no FED para cerca de U\$ 400 bilhões, passou a consumir de forma veloz seu balanço positivo em meio as tensões com o *debt ceiling* nos EUA. O Tesouro, ao consumir seu balanço com o FED, acabou por indiretamente ampliar o volume de reservas e assim diminuir as tensões que impossibilitavam que a arbitragem aproveitasse dos diferenciais de taxas (POZSAR, 2017b). O novo arcabouço operacional tem feito surgir novas interações entre política fiscal e monetária, o que aumenta o cenário de imprevisibilidade que envolve o novo arranjo.

Uma outra forma de visualizar essa mudança estrutural vem da percepção de que enquanto a liquidez estava retida dentro do sistema, nos mercados interbancários, toda ela estava sempre disponível para a arbitragem das taxas. Quando a liquidez passa a ser retida de forma direta com o FED por meio das reservas, o FED funciona como um *funding black hole* (POZSAR, 2017b), já que os recursos ali estacionados não voltam para o sistema. Assim, o novo arranjo do *money market* que tem no FED um operador central implica numa incapacidade estrutural de manter a paridade entre o dólar *on-shore* e *off-shore*. Pozsar (2016c) resume esta

situação no formato de um trilema, apontando que é impossível simultaneamente manter o par entre dólares *onshore* e *offshore*, seguir um mandato de política monetária focada nas demandas domésticas e restringir o balanço dos bancos, impedindo a movimentação livre de capitais no *money market*. E completa: “*Something will have to give.*” (POZSAR, 2016c, p. 1)

Uma possível solução para a questão e que mostra o quanto o sistema ainda está em fluxo, seria se o FED de fato assumisse seu papel de *dealer of last resort* global não apenas nos momentos de crise, mas como parte de seu dia-a-dia operacional. O instrumento para isso já existe. São as linhas de *swap* internacional por meio das quais o FED assegurou a disponibilidade global de dólares no auge da crise. Isso exigiria uma mudança no modelo mental do FED e do mercado, enxergando as linhas de *swap* não mais como uma linha de defesa em momentos de crise, mas como um substituto ao espaço no balanço dos bancos sempre que a divergência no espectro do *money market* rompesse certos limites. Não é impossível imaginar este movimento ocorrendo, especialmente caso a divergência das taxas se agrave. Até por isso, é muito interessante observar que, em certo momento do já citado discurso do vice presidente do Fed de Nova Iorque Simon Potter (2017), ele diz que uma crescente dispersão pode implicar em mudanças na forma que o FED opera e, em uma nota de rodapé adicionado ao discurso esclarece que este uso das linhas de *swap* é justamente uma das possibilidades.

O que essa discussão revela é que o novo arcabouço operacional de implementação da política monetária segue menos consolidado do que o FED gostaria e isso se dá também em outras frentes. Como revelam Harris & McCormick (2018), o debate no FED acerca da substituição da *Fed Funds Rate* por outra taxa como o *benchmark* central da política está novamente aceso. Aliás, a *Fed Funds Rate* que nos primeiros anos do novo arcabouço operava muito próxima do centro da banda entre a ON RPP e a OIER vem sistematicamente se aproximando do limite superior. Para tentar impedir que as taxas de mercado se estabilizem acima do desejado o FED introduziu uma inovação em seu arcabouço simultaneamente ao

aumento de juros de junho de 2018 que moveu a taxa básica da economia para 1,75%-2%. Desde então, a IOER não é mais coincidente com o teto da banda do FED e, sim, é fixada 5 pontos base abaixo da meta do FOMC, tendo sido definida em 1,95% (HARRIS, 2018b). Mesmo assim o movimento de ascensão dentro da banda seguiu e, após o novo aumento de juros em setembro de 2018 para 2%-2,25% a *Fed Funds* tem operado exatamente em cima da nova IOER, em 2,2% e não mais entre a ON RPP e a IOER.

Com isso, o uso do ON RPP evaporou-se. Harris (2018a) mostra que seu volume que no final de 2016 estava próximo a U\$ 500 bilhões, foi a quase zero no começo do segundo semestre de 2018. Como são muito recentes, os mecanismos exatos que tem gerado estas distorções seguem em debate,<sup>175</sup> mas de todo modo revelam que o novo arcabouço operacional tampouco está maduro. Reforçando esse ponto, esses novos desafios se desenvolvem em um cenário em que oficialmente o FED segue implementando seu Plano de Normalização de Políticas, que tem como eixo não só o já alcançado *lift-off* mas a diminuição do seu balanço. No entanto, a dimensão desta redução e, conseqüente diminuição de reservas, não está definida e o próprio FED indica que isto dependerá de sua leitura de como os mercados estão reagindo. Como outro símbolo do grau de indefinição que ainda persiste, o próprio ON RRP ainda é declarado pelo FED em seu Plano de Normalização como um mecanismo transitório. A quantidade de variáveis e indefinições que ainda cercam o arcabouço operacional é considerável.

Assim, não é de surpreender uma declaração como a da presidente do Fed de Kansas City Esther George que ainda persegue um retorno aos tempos pré-GCF: “*While it may simply be a case of nostalgia on my part, I found our minimalist pre-crisis operating framework to have a number of features that served us well*”. (MILLER, 2018, não paginado) A nostalgia é

---

<sup>175</sup> Entre os elementos considerados estão o crescente déficit fiscal do governo-americano acompanhado de um significativo aumento nos títulos emitidos pelo Tesouro em 2018, a reforma tributária aprovada por Trump no final de 2017 que abriu espaço para a repatriação de mais de U\$ 1 trilhão acumulados em subsidiárias no exterior de multinacionais norte-americanas e que mudou o tratamento fiscal de transações internacionais dentro das multinacionais. Para esta discussão ver Scaggs (2018a, 2018b) e Pozsar (2018a, 2018b).

facilmente explicada. O antigo arcabouço de implementação da política monetária e, mais do que isso, o paradigma de gestão do *money market* em que bastava ao FED operar no mercado *repo* para que a *Fed Funds* se estabilizasse num dado nível e a partir daí os *dealers* por arbitragem alinhavam todos os mercados é de uma elegância eloquente. A mesma eloquência dos modelos econômicos que abstraem da questão da disponibilidade de liquidez (MERHLING, 2012) e que mostraram seus limites na GCF.

O fato é que para minimizar a probabilidade de um novo evento catastrófico como a crise de 2008 os reguladores precisaram inserir regulações e controles que não se alinham com o espírito de um grande e integrado mercado global com livre circulação de dinheiro. Determinações ideológicas baseadas no livre mercado entram em choque com os imperativos concretos que se impõe a um Estado que viveu a custosa experiência em termos fiscais e morais de atuar como sustentação do sistema numa grande crise. A tentativa de manter em operação um sistema que por décadas foi amplamente favorável aos interesses norte-americanos e, ao mesmo tempo, salvaguardá-lo de eventos de altíssimo potencial destrutivo é o surgimento de um sistema híbrido, em que o mais central dos mercados não é mais predominantemente privado e que tem no FED não só um regulador, mas sim o principal *player*. Como esse novo *modus operandi* ainda carece de amadurecimento, e ainda não há um entendimento pacificado sobre qual a dimensão do papel do FED e seu balanço, o sistema segue sob o risco de turbulências. Pozsar (2015c, p. 2) oferece uma instigante metáfora para isso, ao citar um memorando técnico da NASA:

*Throughout the flight, pilots are required to monitor many functions, the state of aircraft systems, aircraft configuration, flight path and the actions of the other pilot in the cockpit. Thus, the number of opportunities for error is enormous — especially on challenging flights, and many of those opportunities are associated with two safeguards themselves designed to guard against error: checklists and monitoring. [...] Maintaining the safety of any highly ordered system — an aircraft or the entire air transport system — is like balancing on a ball; constant effort is required to counter the many forces that would disorder the system.*

Assim, o sistema financeiro que emerge dez anos após a crise é um sistema complexo que cada vez mais exige uma atuação direta e pensada do FED para mantê-lo sob os trilhos. Os

tempos de um FED minimalista e de mercados que se auto regulam ficaram para trás. E como qualquer sistema que requer intervenções constantes para se manter em equilíbrio, há que se reconhecer o risco associado a esta necessidade de intervenções. Enquanto o novo arcabouço de implementação da política monetária não se solidificar, seguirá como uma constante ameaça de desestabilização da nova ordem,

#### **4.3.2 Novo Desafio 2: a Questão Política**

Por um breve momento após a GCF os arrojados discursos políticos de figuras como Obama, Gordon Brown e Sarkozy alimentaram a expectativa de que a crise daria luz a um processo de re-imaginação da economia de mercado e subordinação das finanças aos interesses mais amplos da sociedade (STEPHENS, 2018). No entanto, o desenrolar dos fatos se deu em sentido inverso. Ainda que com as significativas mudanças discutidas anteriormente, as bases de uma ordem econômica aberta e de mercado seguiram de pé; já o mesmo não pode ser dito do mundo da política, que foi radicalmente alterado pelas reverberações da crise.

O primeiro ponto a se reconhecer, no entanto, não são nem mesmo estas transformações na esfera política, mas simplesmente a reafirmação da relevância da política. A ordem que precedeu a GCF era uma em que, ao menos no discurso, sempre tentou fazer da política um apêndice desnecessário para a governança global<sup>176</sup>.

Tooze (2018, p. 574) ilustra este ponto recuperando uma entrevista de Alan Greenspan realizada em 2007, na qual perguntado sobre qual candidato apoiaria na eleição do ano seguinte que apresentava Obama pelos democratas e McCain pelos republicanos responde que como ele votaria não importava já que *“(we) are fortunate that, thanks to globalization, policy decisions in the US have been largely replaced by global market forces. National security aside, it hardly makes any difference who will be the next president. The world is governed by market forces.”*

---

<sup>176</sup> Que em sua prática a política seguisse tão fundamental quanto sempre foi em nada invalida a afirmação.

Dez anos depois, um discurso como esse já não é possível. A política voltou à cena e as ideias de um campo político e as bases sociais que as sustentam voltaram a ser importantes. O consenso globalista que unia as elites de ambos os grandes partidos norte-americanos está sob risco e a possibilidade de implementação de políticas que contrariam as ideias hegemônicas das décadas precedentes voltou a ser concreta. Isso se torna ainda mais relevante dada a fragilidade revelada pela GCF: sem ação estatal coordenada, totalmente dependente da vontade política, o sistema está sempre sob o risco de colapso.

Tooze (2018) ilustra esta transformação destacando as mudanças no discurso de Greenspan. Falando sobre a eleição de 2016, o *ex-chairman* do FED reconhecia a incerteza do momento e mostrava extrema preocupação que “*crazies*” pudessem destruir as bases da posição norte-americana. Greenspan não nomeia os loucos, mas não é difícil imaginar que se referisse à Bernie Sanders e Donald Trump, à época os pré-candidatos que à esquerda e à direita mobilizavam multidões com um discurso carregado de contestação à ordem então prevalecente. E entender o surgimento dos “loucos” e a natureza de sua ameaça para o sistema, implica em recuar às medidas tomadas em 2007 e 2008 enquanto o sistema financeiro corria risco de derretimento.

O combate à GCF, seja durante o final da administração Bush ou durante toda a administração Obama foi apresentado pelo governo sempre em termos técnicos e, na medida do possível, despolitizado. Em sua relação com a opinião pública, pode-se dizer que essencialmente duas táticas foram utilizadas, especialmente na fase mais aguda da crise: a da inevitabilidade e a da opacidade.

A respeito da primeira é curioso que embora as políticas adotadas implicassem em máxima mobilização estatal e assim representassem o inverso do que fora propagado nas décadas anteriores, o mantra da desregulação e do resgate eram os mesmos: TINA - *There Is No Alternative*. O fantasma de 1929 e da grande depressão era uma cartada recorrente para

justificar diversas medidas. Assim, a injeção de capital nos bancos, o resgate da AIG, a manutenção dos bônus dos executivos das empresas resgatadas entre tantas outras medidas, sempre foram apresentadas como o único remédio contra o *armageddon*.

A segunda tática, da opacidade, implicava em deliberadamente deixar fora do debate público tanto quanto fosse possível as ações governamentais. O combate à crise concentrou-se no FED enquanto foi possível, não só porque o banco central era o mais bem equipado para atuar, mas também porque ele desfrutava de uma autonomia operacional que permitia ações consideráveis e, ao mesmo tempo, baixo escrutínio público. Aliás, o FED alimentou ao máximo essa opacidade. Neil Irwin (*apud* TOOZE, 2018, p.215), por exemplo, descreve que o montante dos empréstimos feitos pelo FED aos bancos estrangeiros “*was a closely guarded secret even by standards of the always secretive Fed... During the panic, this information was so closely held—and had it been known publically, so potentially explosive—that only two people at each of the dozen reserve banks were allowed access to it.*”

O Tesouro e o Congresso, inevitavelmente mais politizados, só assumiram protagonismo quando a situação se tornou limite. As memórias de Bernanke (2015) mostram, por exemplo, que muito antes da aprovação do TARP, primeiro momento com ação decisiva do Congresso, já havia um entendimento de que a crise possivelmente só seria solucionada quando estes novos atores entrassem em campo.

Não é difícil compreender a adoção desta tática baseada na inevitabilidade e na opacidade. As ações emergenciais canalizaram trilhões de dólares para as mesmas entidades vistas como responsáveis pela crise enquanto o cidadão médio norte-americano via seus padrões de vida que mal haviam prosperado nas últimas três décadas se deteriorar. Ademais, a crise necessitava de respostas rápidas, num ritmo muito mais acelerado do que o de debate público. Fosse pela força ou pelo segredo, o importante era agir. Mesmo assim, os riscos de que o debate público interrompesse a ação sempre existiu. Basta lembrar que o TARP foi aprovado somente em sua

segunda votação. Aliás, um alto oficial do Fed de Nova Iorque (TOOZE, 2018, p. 219) reconhece a tremenda sorte de que enquanto o Congresso estava em convulsão ao debater o TARP, a implementação das linhas de *swap* internacionais seguia fora do radar político. Em suas palavras, “*it was as if a guardian angel was watching over us.*”

Com o fim das ações emergenciais e início dos debates sobre a reforma do sistema, uma nova janela de oportunidade ao debate público se abriu. Obama havia ganho as eleições embalado por um discurso de mudança e esperança. No entanto, a natureza da reforma defendida por Geithner e encampada pela nova administração criava dificuldades para uma conexão mais profunda com o público. A reforma foi deliberadamente tratada de forma técnica e Geithner buscou durante todo o processo tirar peso da peça legislativa, e assim do maior escrutínio público, e dar maior poder para as ações futuras dos reguladores, naturalmente mais opacos (KAISER, 2013, TOOZE, 2018). Apenas pontualmente o debate foi politizado para gerar o número de votos necessários para sua aprovação por meio da introdução de dispositivos como a *Volcker Rule* e a Emenda Collins, que soavam duras com Wall Street mas que estiveram ausentes da proposta original do Tesouro

Em termos concretos, esta estratégia permitiu que as políticas emergenciais fossem implementadas a tempo e que a reforma aprovada estivesse razoavelmente alinhada aos desejos da administração. No entanto, politicamente seria desastroso e assim Tooze (2018, p. 395) resume a ação da Administração Obama: “*Rather than seeking to mobilize the indignation simmering in American society, it had found one technocratic fix after another. Two years later the result was a spectacular delegitimization from both the Left and the Right.*”

A citação de Tooze é relevante pois captura bem o espírito do momento e o impacto político das reformas. De um lado estava a flagrante indignação da sociedade para quem ficara evidenciado o fracasso da globalização financeira das décadas anteriores. Do outro, a incapacidade das forças políticas tradicionais de dar vazão satisfatória a esta indignação. Pela

esquerda, a promessa de mudança de Obama desgastou-se com o caráter conservador de seu redesenho do sistema. As forças progressistas frustradas se aglutinaram a partir de 2011 por meio dos movimentos *Occupy* e, em seguida, ganharam voz institucional com Bernie Sanders, um independente atuando junto aos democratas. Pela direita, a deslegitimação fica evidente já em 2008. Basta lembrar que o combate a crise liderado por Bush só pode ser conduzido devido ao apoio dos democratas no Congresso, com a maioria dos republicanos votando contra seu presidente. Este movimento era reflexo da ruptura entre sua elite ligada ao mundo corporativo e sua base cada vez mais inflamada por um discurso de extrema-direita simbolizado pela indicação de Sarah Palin à vice-presidência na chapa de John McCain. Esta base ganhou coerência e força ao se organizar no *Tea Party* e, oito anos mais tarde, seria capaz de catapultar uma figura como Trump à presidência. Assim, em ambos os lados do espectro político, a resposta à crise minou as bases de apoio do projeto de uma globalização liberal.

Curiosamente, esse fracasso político é, em boa medida, uma contra-partida do sucesso no combate à crise. Nesse sentido, o comparativo com 1929 é esclarecedor. Consolidou-se na academia e de forma mais ampla no próprio debate público que a omissão por parte do Estado durante a crise de 1929 foi definidora para a magnitude da depressão que se seguiu. Bernanke inclusive construiu sua carreira acadêmica em cima deste tema. O contra-factual que instigou tantas reflexões e que abriu espaço para um consenso Keynesiano na seqüência era de que uma ação efetiva poderia ter sido tomada pelo governo com resultados muito mais satisfatórios. Desta forma, 2008 representa o inverso desta história. O governo agiu - *The Courage to Act* é o livro de Bernanke - e o contra-factual que pode ser alimentado é de que no lugar de uma ação injusta que favoreceu interesses dos grandes bancos e abandonou o cidadão médio, seria possível um conjunto de ações que fizesse os que criaram a crise pagar integralmente por ela.

Tal quadro se agrava pois, como Mehrling (2014) destaca, o banco central incorpora em uma única instituição os três grandes “bichos-papões” da política norte-americana: *Big*

*Finance, Big Government* e o *Big Wide World*. Assim, a ação superlativa do FED tornou-se um alvo fácil na política pós-2008 o que torna desafiador qualquer nova movimentação estatal.

Esse consenso interno perdido constitui um significativo risco para a ordem norte-americana especialmente porque alguns dispositivos de Dodd-Frank diminuíram a efetividade das táticas de inevitabilidade e opacidade em uma futura crise. Em relação à inevitabilidade, por exemplo, a criação da OLA (*Orderly Liquidation Authority*) cria um processo legal razoavelmente claro para lidar com uma instituição em dificuldade financeira. A arbitrariedade do FED e do Tesouro para lidar com este tipo de situação foi limitada e mesmo que o Estado visulumbre uma solução distinta da liquidação como mais atrativa em termos sistêmicos, será exigido um substancial, e desgastante, malabarismo legal para fugir do enquadramento estabelecido por Dodd-Frank.

A respeito da opacidade, as limitações são ainda maiores. A verdade é que o Congresso se assombrou com a dimensão dos poderes em mãos do FED<sup>177</sup> e esses passaram a ser mais supervisionados. Com isso a opacidade que o órgão desfrutava e que possibilitou tantas ações sem muito desgaste foi limitada. Agora, todo e qualquer programa emergencial de liquidez como os diversos criados pelo FED durante a GCF precisam ser explicitamente autorizados pelo Tesouro. Bernanke (2015) afirma que a relação muito próxima que teve tanto com Paulson como com Geithner durante a GCF sugere que a necessidade de aprovação por parte do Tesouro não deve ser em problema. Contudo, Kohn, ex-vice-presidente do FED, tem posição diversas e declara-se bastante preocupado que um futuro Secretário do Tesouro fique restringido por pressões políticas e impeça o FED de agir (WALLACH, 2015). Esta é uma nova realidade cujas consequências só serão descobertas com o tempo e a depender de conjunturas específicas.

---

<sup>177</sup> A este respeito, Bernanke (2015, cap. 13, par. 44) relembra a seguinte história ocorrida quando foram informar o Congresso do resgate da AIG: “Barney Frank wanted to know where the Fed was going to get the \$85 billion to lend to AIG. I didn’t think this was the time to explain the mechanics of creating bank reserves. I said, “We have \$800 billion,” referring to the pre-crisis size of the Fed’s balance sheet. Barney looked stunned. He didn’t see why the Fed should have that kind of money at its disposal.”

De todo modo, essa responsabilidade alocada no mundo explicitamente político e não nas mãos teoricamente mais despolitizadas das agências se repete em outros mecanismos. A presidência do FSOC (*Financial Stability Oversight Council*) ficou sendo do Secretário do Tesouro, a despeito de consideráveis pressões FDIC e sua ativa presidente Sheila Bair para que o presidente fosse um membro independente. Mesmo a iniciação de um processo de liquidação por meio da OLA precisa de uma aprovação formal do Secretário do Tesouro em consulta com o Presidente.

Também é importante lembrar a frustração de Geithner com a proibição de que o FDIC garanta as dívidas dos bancos em situações emergenciais. Tal dispositivo era visto pelo ex-Secretário do Tesouro como essencial e talvez tenha sido a principal batalha por ele perdida no desenho da nova regulação. O FDIC agora só poderá tomar esta medida caso tenha aprovação formal do Presidente e do Congresso, o que sugere uma intensa batalha política. Outra dimensão de opacidade perdida é que os recipientes de qualquer programa emergencial do FED assim como os valores tomados precisam ser divulgados em até sete dias para Comitês do Congresso, embora a informação possa ser classificada como confidencial, o que limitaria a quantidade de pessoas no Congresso com acesso às informações. Isso minimiza, mas não elimina o risco político.

Tomadas em conjunto, essas medidas apontam que em uma futura crise, o desgaste político da ação estará muito mais cedo nas mãos do Executivo e do Congresso do que em 2008. Geithner (2014) se mostra ciente destes riscos, mas entende que a nova legislação foi o melhor acordo possível.<sup>178</sup>

---

<sup>178</sup> O lado positivo em termos político para Geithner (2014) é que a despeito destas perdas, a nova legislação protege o governo nos dois principais focos de desgaste em 2008 - *bailout* e bônus. Ainda que a OLA limite o campo de atuação do governo, também minimiza seu eventual desgaste político pois um *bailout* estaria, em princípio, fora de questão. Da mesma forma, a OLA também permite o cancelamento do pagamento de bônus em um caso como o da AIG.

Dessa forma, o novo aparato de gestão do sistema global que emerge da GCF é um tanto paradoxal. Ele reforça a musculatura dos EUA para agir internacionalmente. As linhas de *swap* internacional foram institucionalizadas como um novo pilar do sistema, cristalizando a sua função de *global lender of last resort*. O FED assume papel central na intermediação de dinheiro e extra-oficialmente concentra em seus balanços os colchões contra trepidações no sistema. O dólar segue forte como nas últimas décadas e o aparato regulador estatal ganhou muitas novas capacidades para supervisionar o sistema.

Contudo, essa nova musculatura precisa ser mantida escondida do grande público. Como nota Tooze (2018), uma conveniente espiral de silêncio circunda a nova posição do Estado norte-americano, tanto nacional como internacionalmente. Para os parceiros europeus, reconhecer a nova centralidade do FED seria desastroso em sua política interna. Da mesma forma, o público norte-americano defende um papel menor e não maior do Estado na gestão dos mercados e do sistema global. Assim, politicamente o silêncio sobre a nova posição norte-americana é conveniente dos dois lados do Atlântico.

É nesse contexto, que Tooze traça uma interessante comparação. Para isso recupera a revelação de uma outra tecnologia de poder norte-americana em 2013, a rede de espionagem eletrônica da NSA, exposta por Edward Snowden. Face à problemática defesa deste instrumento pelo governo norte-americano, Tooze afirma ao comparar o sistema financeiro internacional com a NSA:

*[...] they did have in common that their functional power and administrative efficacy were not matched by anything resembling public political authorization. They were testimony, at one and the same time, to the continuing significance of US global power and the difficulty in justifying that power in public either in the United States or in the countries whose governments and business interests were enrolled in America's network.*(TOOZE, 2018, p. 484)

Assim, o resultado dessa dinâmica é um gigante em termos de projeção global, mais equipado do que nunca para gerenciar um sistema financeiro moderno e interligado. Contudo, esse gigante pisa em solo enlameado e escorregadio em sua própria casa, correndo o risco de

possuir os instrumentos e o desejo de parte de seu *establishment* para agir internacionalmente, mas sem condições políticas internas de fazê-lo. Esta é uma nova ameaça que paira como força potencialmente desestabilizante do novo ordenamento que surgiu após a GCF.

## CONCLUSÃO

Mais de U\$ 20 trilhões em perda potencial do PIB somente nos Estados Unidos (BARNICHON, MATTHES & ZIEGENBEIN, 2018). Destruição de U\$ 19 trilhões de riqueza das famílias norte-americanas (DEPARTMENT OF TREASURY, 2012). Muitos números podem ser levantados para apresentar a dimensão da Grande Crise Financeira de 2008, mas dificilmente eles conseguem indicar o quão perto se chegou em setembro daquele ano do absoluto colapso do sistema financeiro internacional.

Bernanke, por exemplo, disse à Comissão criada pelo governo norte-americano para investigar à crise que das treze maiores instituições financeiras norte-americanas, doze possivelmente iriam à falência em uma ou duas semanas se não houvesse algum tipo de intervenção governamental (FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011, p. 354). Jamie Dimon, CEO do JP Morgan, possivelmente o sobrevivente citado por Bernanke, disse à mesma Comissão como cogitou agir quando o pior cenário se aproximou: interromper qualquer atividade comercial e demitir 20.000 pessoas em não mais que três semanas. Sua expectativa era de que o desemprego nos EUA chegasse a 20% e assim concluiu: “*You get companies starting to take actions like that, that’s what a Great Depression is.*” (FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011, p. 353). Henry Paulson (2010) capturou este sentimento de catástrofe eminente no título do seu já citado livro: *On the Brink*.

Assim, por sua magnitude, a GCF constituiu um evento excepcional, que por muito tempo ainda irá reverberar em múltiplos planos: econômico, ideológico e político. No entanto, tão excepcional quanto seu porte, é o quanto ela consistiu em um evento umbilicalmente ligado à lógica de funcionamento do sistema monetário e financeiro moderno.

Como descrito no capítulo 1 deste trabalho, a partir das décadas de 70 e 80 consolidou-se um novo ordenamento baseado no dólar-flexível (SERRANO, 2002), com ampla liberdade de movimentação de capitais e desregulamentação dos sistemas financeiros, de modo a criar

um grande mercado financeiro global interligado e no qual as finanças privadas agora internacionalizadas ocuparam papel central (GOWAN, 2003). Esta nova ordem foi palco de uma formidável transformação, com a intermediação financeira sendo crescentemente feita por meio de mercados e não apenas pelos bancos ou, como registram Grad, Mehrling & Neilson (2011, p.2), na passagem de um modelo “*based on nontradable financial assets, with banks playing the key intermediary role, to one based on tradable securities, with dealers playing the key intermediary role*”. Os mercados de curto prazo, ultra-líquidos, permitiram ao mercado assumir estas novas funções.

Nesse arranjo, o processo de securitização foi essencial de múltiplas formas, permitindo aos bancos assegurarem uma posição relevante na nova ordem, criando uma gama de ativos para negociação por parte dos investidores e gerando um número crescente de títulos que servem como colateral lubrificando o funcionamento dos mercados. Os derivativos completaram o arranjo, ao permitir uma alocação de riscos e papéis muito mais granulada e como veículos fundamentais da interligação dos mercados, viabilizando a formação de um único mercado global integrado (BRYAN & RAFFERTY, 2006). A operação alavancada dos *players* induziu a operação do sistema em velocidade máxima, permitindo operações de arbitragem que colavam os mercados, multiplicando ganhos ao mesmo tempo em que, ao menos em teoria, aumentavam a eficiência dos mercados. Os bancos reinventaram suas estratégias de negócio e se tornaram plenamente adaptados à nova ordem como *lender-traders* (GOWAN, 2009).

Cada um desses elementos centrais que se articularam de forma auspiciosa para alimentar a expansão dos mercados assim como a posição norte-americana nas décadas que precederam à GCF revelaram na crise sua dimensão mais destrutiva. O mecanismo essencial de propagação do choque foi o travamento dos mercados de curto prazo, de forma que sequencialmente em segmentos específicos do mercado os investidores se recusaram a renovar os fundos que

permitiam um sistema de intermediação financeira baseado nos mercados funcionar (GOWAN, 2009, MEHRLING, 2011). De forma mais específica, como descreve Mehrling (2011), a crise revelou a incapacidade do mercado em um contexto de alto stress de refinanciar os MBS - *Mortgage Based Securities*. Os MBS são um fruto direto do processo de securitização, e assim um produto central do novo ordenamento. Sua centralidade sistêmica foi viabilizada e ampliada pelo uso dos derivativos, em especial os de crédito, e potencializada pela alavancagem. Em sua nova estratégia de negócios os bancos acabaram por manter ou resgatar para seus balanços grande parte dos MBS problemáticos e assim foram personagens centrais da crise. Assim, a GCF não só colocou o sistema às bordas da catástrofe como, por sua dinâmica endógena aos pilares da nova ordem, apontou os seus limites estruturais.

Aliás, essa afirmação consiste numa provocativa forma de se avaliar os excepcionais esforços empreendidos pelo governo norte-americano para apagar as chamas da crise, descritos no capítulo 2 deste trabalho. Fosse por complacência nascida de mais de duas décadas de funcionamento com relativa estabilidade nos EUA, por convicção ideológica ou pelos íntimos laços criados entre Washington e Wall Street - ou ainda por qualquer combinação dos três - o Estado norte-americano não estava pronto para lidar com uma crise profunda do sistema financeiro moderno (FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011). Pode-se dizer que o Estado não dispunha das ferramentas ideais para agir nem de um modelo mental preparado para a situação. A resposta governamental dos bombeiros, neste trabalho descrita em suas fases iniciais como gradual, improvisada, inconsistente e de caráter *ad hoc* é fruto disto. De certa forma, a ação vacilante foi o preço pago até que os pudores fossem abandonados e o governo norte-americano se reconciliasse com a incômoda realidade do limite estrutural deste sistema: sem um completo *backstop* governamental, o sistema poderia ruir como um frágil castelo de cartas.

A partir deste ângulo, a narrativa do Estado como bombeiro é o da gradual evolução das ações até a concretização deste *backstop* governamental completo. Nos parece que razoavelmente cedo o FED percebe a natureza distinta desta crise, embora de forma alguma revelasse uma percepção acurada da dimensão do problema (BERNANKE, 2015). Em dezembro de 2007 o acesso à janela de redesconto já havia sido facilitado, linhas de *swap* para suprir os mercados internacionais com dólares já estavam estabelecidas assim como o TAF já era operacional, criando uma nova rota com menor estigma para que os bancos acessassem o FED. Logo na seqüência, em janeiro de 2008, o FED pela primeira vez desde os ataques terroristas de 2001 convocou uma reunião emergencial para definir a taxa de juros e o corte anunciado foi o maior desde 1982. Assim, nove meses antes da falência do Lehman o FED já atuava para disponibilizar liquidez aos bancos com agressividade e disposição para inovar sem precedentes.

Contudo, por mais que o FED se mostrasse disposto a agir, os instrumentos já consagrados pela experiência usados até então eram inadequados para uma crise no coração de um sistema de intermediação financeira baseado em mercado. Os bancos membros do FED desfrutavam de facilidade extraordinária para obter liquidez, mas o restante do sistema seguia desplugado do banco central. Não à toa, o próximo grande episódio da crise em março de 2008 foi o resgate emergencial e improvisado do Bear Stearns, que como um banco de investimento não tinha acesso ao FED. A queda do Bear Stearns é a constatação de que sem a ampliação do suporte governamental para além dos bancos membros, o sistema possuía uma fragilidade não superável. É por isso que Wolf (2008, não paginado), já citado, marca essa data como “*the day the dream of global free-market capitalism died*”.

Reconhecendo estas condições, imediatamente o FED criou o TSLF e o PDCF, invocando os poderes emergenciais da seção 13(3) que permitia ao FED emprestar para além dos bancos membros. Essa ação concretiza um novo passo governamental na extensão de sua rede de

segurança. Os *primary dealers*, incluindo aí os bancos de investimento, passavam a poder acessar os recursos do FED.

Ainda assim, a vulnerabilidade do sistema ainda não havia sido completamente eliminada. Como Dooley (2014) argumenta, a condição essencial para o funcionamento dos mercados modernos é a confiança no colateral, ou seja, enquanto houver mercados líquidos para os papéis, com ampla aceitação e pronta disponibilidade de precificação, os *dealers* seguem formando mercados e o sistema pode continuar operando. Uma vez que “*the endogenous value of collateral evaporates, the system is inherently unstable*” (DOOLEY, 2014, p. 128). Por isso, enquanto o FED não assegurou um piso de valor para os títulos, o *backstop* governamental capaz de sustentar o castelo de cartas ainda não estava completo. Por isso, a falência do Lehman em setembro de 2008 leva o FED à nova fase de ação e ele se torna, finalmente, o *dealer of last resort* que Mehrling (2011) descreve, ao ampliar os colaterais aceitos nos diversos programas, em especial o TSLF e PDCF. É como se neste momento o FED se reconciliasse com o limite deste novo sistema financeiro moderno e reconhecesse o estrutural papel público que um sistema de intermediação baseada em mercado exige. Não basta garantir liquidez aos bancos, é preciso dar liquidez aos mercados e o canal para isso é estar disposto a comprar os papéis que o mercado recusa. Como diz Mehrling (2011, cap.5, par. 46), “*In the end, it all comes down to the question of shiftability to the balance sheet of the central bank.*”

A partir deste momento, o FED ainda ampliou sua atuação dando suporte a segmentos específicos dos mercados cuja funcionalidade fora perdida com o agravamento da crise. Os MMMFs foram apoiados por meio do AMLF, o essencial CPFF foi criado para garantir que grandes empresas não financeiras seguissem podendo encontrar compradores para a emissão dos *commercial papers* vitais para sua operação diária e o TALF buscou reativar os mercados de securitização em uma ampla gama de papéis, como empréstimos automotivos, dívidas de cartão de crédito e empréstimos estudantis. Se o *wholesale market* havia se tornado

disfuncional, o FED tentou resolver estas questões simplesmente trazendo parte significativa destes mercados para dentro de seu balanço que, com isso, se multiplicou por quatro. (MEHRLING, 2011)

No entanto, a resposta à GCF não só reinventou o papel do FED na gestão do sistema como colocou sua dimensão internacional em outro patamar. Como debatido no capítulo 2, o FED foi um *dealer of last resort* para bancos estrangeiros e nacionais sem qualquer discriminação. Mais do que isso, ao estabelecer as linhas de *swap* internacional, o FED efetivamente estabeleceu uma rede de transmissão de liquidez global que passava por canais estatais e não apenas pelos canais privados. De certa forma, a diplomacia financeira voltou à cena para assegurar o funcionamento de um sistema que a atuação dos agentes privados já não podia sustentar. Assim, este movimento consiste na criação de um novo pilar de organização da nova ordem global.

Porém, o Estado norte-americano foi além e implementou diversas medidas altamente invasivas em relação aos mercados no combate à GCF. Fannie Mae e Freddie Mac, as agências que funcionavam como pilares do sistema de financiamento imobiliário nos EUA, foram virtualmente estatizadas (FRAME et al., 2015). Por diferentes meios, também o foi a AIG, elo fundamental da crise como principal contraparte nos derivativos de crédito (CDS) que permitiam a precificação e suposta distribuição do risco dos MBS privados.<sup>179</sup> Com a aprovação do TARP, pacote fiscal de U\$ 700 bilhões, o Tesouro implementou o CPP (*Capital Purchase Program*) e diretamente recapitalizou seus bancos. No centro do capitalismo de livre mercado, uma fatia significativa do sistema financeiro passava a ser de controle estatal. Dívidas bancárias foram seguradas pelo Estado assim como os recursos depositados em MMFs. Além disso, o

---

<sup>179</sup> Mehrling (2011) coloca inclusive estas ações de resgate às GSEs e à AIG dentro do escopo da nova atuação de *dealer of last resort*, já que indiretamente o FED passava a controlar os CDSs que precificavam o sistema. “On September 7, 2008, the Treasury put Fannie Mae and Freddie Mac into conservatorship, in effect swapping Treasury debt for the debt of Fannie and Freddie. And then, on September 16, the Fed took over AIG’s book of credit derivatives in exchange for an 80 percent equity stake in the company. Thus the government acquired the CDS portfolio that had been supporting the entire system;” (MEHRLING, 2011, cap. 6, par. 44)

governo assumiu o papel de *credit-rating agency in chief* (TOOZE, 2018) por meio do programa de teste de *stress*, assumindo para si a responsabilidade de avaliar a sustentabilidade de suas instituições financeiras e impondo novas rodadas de capitalização mandatórias até que as instituições se tornassem suficientemente robustas. Por fim, controladas as grandes labaredas, o FED ainda embarcou no processo de *quantitative easing*, comprando de forma direta os MBS e títulos do Tesouro de longo prazo para reanimar os mercados. Com isso, qualquer expectativa de redução de seu balanço no curto prazo era abandonada.

Sem dúvidas e especialmente se tomadas em seu conjunto, este rol de ações configura uma mobilização estatal ímpar, só comparável aos esforços de guerra. Do ponto de vista da manutenção da ordem, o mérito neste percurso é que por mais tortuoso que tenha sido, a opção das autoridades norte-americanas foi por consistentemente improvisar e agir.<sup>180</sup> Se no início não havia um plano claro, ele foi sendo tateado e ampliado até se chegar ao *backstop* total capaz de conter a crise, tanto pela nova forma de atuação do FED como por meio dos recursos do Tesouro. Como coloca Tooze (2018, p. 109), “*Coping with highly integrated financial capitalism requires a state that is disciplined, has the capacity to act and has the will to do so.*” Os EUA, neste sentido, fizeram jus à sua posição global e foram capazes de gerar a disciplina, capacidade e vontade de agir necessárias para apagar o incêndio.

A atuação do Estado norte-americano como bombeiro foi fruto não de uma avaliação de longo prazo das necessidades do sistema, mas sim das demandas imediatas que literalmente emergiam a cada dia na operação dos mercados financeiros. Nos meses iniciais da crise, o objetivo era simplesmente acalmar os mercados e buscar um retorno a um momento menos turbulento, como por diversas vezes o FED já realizara nos anos anteriores. A medida que a crise avançava e sua dimensão completa se revelava, o objetivo se tornava mais fundamental:

---

<sup>180</sup> Aliás, no único momento em que optaram por não o fazer, a respeito do Lehman, a pior fase da crise foi detonada.

simplesmente evitar o pânico e o total desmantelamento do sistema financeiro moderno, tarefa na qual tiveram sucesso.

Esta afirmação é relevante pois consiste no ponto de partida para a inevitável reforma do sistema que emergiu de uma crise destas proporções. A capacidade do governo em controlar o fogo em grande medida diminuiu o apetite por mudanças, já que o debate sobre o novo desenho não se dava sobre terra arrasada. Havia sim imenso desgaste fiscal, político e ideológico das bases precedentes, porém, ao mesmo tempo, havia um sistema que seguia operacional e minimamente estabilizado. A economia norte-americana estava em depressão, mas nada que se assemelhasse à gravidade dos anos 30. Dessa forma, a resposta do Estado como arquiteto do sistema, debatida no capítulo 3, ocorreu sem que ideias realmente ousadas de transformação substancial do sistema entrassem verdadeiramente em debate.

O palco essencial deste redesenho foi a promulgação da *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* em julho de 2010. Como já ressaltado, o fato da reforma se concretizar por meio de uma peça legislativa é um lembrete de que a atuação do Estado como arquiteto não foi uma ação exclusiva de um seleto grupo de lideranças concebendo com ampla liberdade as novas estruturas do sistema, mas um processo complexo entremeado por disputas políticas.

Ainda assim, é possível dizer que, em larga medida, a nova legislação aprovada refletiu a visão de Geithner, Secretário do Tesouro, e conseqüentemente da Administração Obama para o sistema. Não havia desejo de reestruturá-lo de forma profunda ou sequer de reduzir o tamanho dos grandes bancos: a atuação dos mercados e a presença de instituições financeiras gigantes seguiam como pilares da projeção de poder dos EUA. O que era necessário era tornar o sistema *safe to sail*, ou seja, com maior capacidade de absorver choques e, mesmo quando isto fosse impossível, instrumentalizar os reguladores para lidar com a crise sem os altos custos políticos (GEITHNER, 2014).

Duas outras ideias permearam Dodd-Frank. O grau de opacidade dos mercados deveria diminuir, tanto para que o próprio mercado pudesse melhor avaliar as posições quanto para municiar os reguladores de uma visão mais clara do que estava acontecendo. A essa ideia se somava o conceito de *macro-prudential thinking*, ou seja, de que havia uma função estatal a ser assumida de se vigiar e antecipadamente atuar sobre os riscos sistêmicos. Inevitavelmente, tal papel exigia uma reconstrução da capacidade estatal de supervisionar o funcionamento dos mercados.

De forma concreta, estas visões se concretizaram em Dodd-Frank num imenso documento cobrindo múltiplos segmentos do mercado, e que seriam completados por dezenas de resoluções publicadas pelos reguladores nos anos seguintes. Alguns destes instrumentos, pela sua relevância, merecem aqui serem destacados.

Os EUA contam agora com o FSOC, um comitê que reúne as lideranças regulatórias norte-americanas, com um amplo mandato de monitorar os riscos sistêmicos, podendo demandar ações das agências reguladoras e com estrutura para produção e divulgação de análises. O FSOC ainda pode determinar qualquer firma como sistematicamente importante (SIFI), e assim colocá-la sob padrões mais estritos de monitoramento e supervisão do FED, do mesmo modo que passaram a ser monitorados os principais bancos. São estes poderes que fazem com que Schwarcz e Zaringtt (2017) apontem para o surgimento de um novo padrão de regulação por ameaça.

As SIFIs estão sujeitas a requerimentos ampliados de capital, níveis máximos de alavancagem e novos requerimentos de liquidez (BARTH & MILLER, 2017, ELLIOT, 2014). Os padrões adotados para estes indicadores nos EUA foram mais severos do que os padrões mínimos de Basileia III e, em larga medida, estendidos para as operações norte-americanas dos bancos estrangeiros. Além disso, os testes de stress foram institucionalizados em uma rotina anual, tendo inclusive o FED recebido poderes para vetar a distribuição de dividendos ou

recompra de ações a partir dos resultados do teste, de forma que a definição dos usos do seu capital não é mais uma prerrogativa privada, necessitando de uma sanção estatal a cada ano.

Um novo processo foi estabelecido para lidar com complexas instituições financeiras à beira da falência com a criação da OLA - *Orderly Liquidation Authority*, que em tese deveria eliminar a possibilidade de *bailouts* e colocar nas mãos de uma agência governamental, o FDIC, os instrumentos necessários para a finalização do funcionamento de uma instituição com danos sistêmicos reduzidos (RICHARDSON, 2012). Até para facilitar este processo, o instrumento dos *living wills* foi estabelecido, permitindo ao Estado demandar mudanças na forma de atuação destas grandes instituições para torná-las mais administráveis no caso de uma grave crise.

A respeito dos derivativos, buscou-se diminuir o risco de contra-parte e ampliar as informações públicas. Para isso, os derivativos passaram a ter que ser registrados e um número maior deles transacionados em *clearing houses*. Maiores demandas de capital também foram exigidas para os derivativos OTC - *Over The Counter*.

Por fim, num movimento não concretizado em Dodd-Frank mas determinado pela SEC em 2014, os *Money Market Funds* passaram por uma substancial reforma. Aqueles que operam com títulos privados foram obrigados a adotar um *floating NAV*, perdendo a correspondência automática de U\$ 1 dólar por cota. Além disso, taxas de liquidez e portões de resgate foram impostos, reforçando assim a natureza instável de sua operação

A vitória dos republicanos com Trump em 2016 abriu espaço para que um novo grupo se instalasse no centro do poder norte-americano e, potencialmente, impusesse nova direção à regulação. De fato, muitos dispositivos foram enfraquecidos, mas é razoável dizer que até o momento os elementos centrais deste redesenho seguiram de pé.

Em resumo, os EUA, em sua reação regulatória à crise, procuraram manter os elementos centrais de funcionamento do sistema construídos nas décadas anteriores à crise em operação. Ao mesmo tempo, buscaram aumentar a capacidade de seus reguladores para agir, tanto de

forma preventiva como também após uma crise. Além disso, ampliaram os colchões de proteção do sistema e incentivaram uma maior transparência dos mercados.

Feita esta retomada das principais ações do Estado como arquiteto, podemos de fato observar as transformações do sistema e seus impactos sobre a posição norte-americana nesta nova ordem, debate este que foi feito no capítulo 4 desta tese. Como é naquele capítulo que as três hipóteses centrais apresentadas na Introdução deste trabalho são efetivamente avaliadas, resgatá-las pode nos ajudar a melhor analisar o percurso desta pesquisa. A primeira delas assim apontava:

*1. A qualificação do sistema monetário e financeiro internacional após a GCF como mera manutenção do status quo do período precedente à crise é incorreta ou, ao menos, contra-producente, pois não destaca as significativas transformações pelas quais o sistema passou.*

Do nosso ponto de vista, a hipótese é fortemente sustentada pelos múltiplos desenvolvimentos discutidos no capítulo 4. Somente a transformação no funcionamento do *money market* já carrega um grau de novidade substancial para a operação do sistema. O mecanismo de implementação do preço mais básico da economia mundial, a taxa de juros norte-americana, e condão pelo qual as condições internacionais de liquidez são determinadas foi completamente desmontado. Com o aumento das reservas bancárias gerado pelos programas de liquidez do FED assim como pelas rodadas de *quantitative easing*, estas deixaram de ser escassas e por isso os bancos não acessam mais o *Fed Funds market* onde o FED mira sua política monetária. Simultaneamente, os bancos também não têm incentivos para emprestar reservas já que estas passaram a ser necessárias para que estejam em conformidade com um dos novos requerimentos de liquidez, a LCR - *Liquidity Coverage Ratio*. (POZSAR, 2016a)

Para lidar com estas mudanças, o FED precisou reinventar seu arcabouço de implementação de política monetária. Passou a remunerar as reservas, buscando firmar um teto

para a taxa-alvo, e passou a aceitar depósitos (estruturados como *repos* reversos) de outros agentes por meio da ON RPP, estabelecendo aí um piso, de forma que a implementação passou a ocorrer neste sistema de corredor.

Talvez ainda mais importante para caracterizar a transformação no sistema seja a incapacidade dos bancos de seguirem praticando arbitragem nos mesmos volumes de antes. A introdução de níveis máximos de alavancagem medidos de forma bruta por meio da SLR - *Supplementary Leverage Ratio* restringem o espaço disponível nos balanços dos *dealers*. A consequência é um descolamento de taxas antes vista como equivalentes. A transmissão da política monetária do FED que antes elegante e quase instantaneamente fluía da *Fed Funds* para os mais remotos mercados de capital agora precisa superar uma rigidez estrutural introduzida pelo próprio FED para diminuir o grau de risco sistêmico. (POZSAR 2015b, 2016a)

Há, no entanto, ainda mais mudanças no sistema que esta “simples” substituição dos mecanismos de implementação da política monetária e das dificuldades de sua transmissão. Para discuti-las, no entanto, é válido trazer à cena a segunda das hipóteses iniciais deste trabalho, assim definida:

*2. As transformações do sistema vão na direção da contenção das forças de mercado sempre que necessário para proteger o Estado norte-americano dos impactos de um novo evento disruptivo como a GCF.*

Aqui, nosso entendimento é de que os termos nos quais a hipótese está formulada não são os mais precisos para ressaltar a direção das mudanças. Sem dúvida o Estado norte-americano ao agir como arquiteto do novo sistema esteve disposto a atuar sobre os mercados tanto para diminuir as chances de um novo evento disruptivo assim como tornar a gestão de um choque desta natureza mais facilmente digerido. Contudo, a caracterização como “contenção das forças de mercado” é menos rigorosa do que o ideal. Preferimos aqui uma outra caracterização para apontar o sentido das mudanças: a ideia de **mercados acolchoados e supervisionados**.

Assim, o novo ordenamento não conta com mercados contidos, mas sim com **mercados acolchoados**, ou seja, com maior capacidade internalizada de suportar choques. Uma das expressões desta nova realidade são os requerimentos de capital ampliados. O CET 1, a mais estrita das definições do que é o capital disponível para absorver perdas, foi colocado no centro da regulação e seus níveis mínimos ampliados. As grandes instituições financeiras agora também estão sujeitas a um *buffer* de capital adicional, a ser queimado em tempos de crise, de um *buffer* adicional de capital proporcional ao grau de complexidade de suas operações e à possibilidade de um *buffer* contra-cíclico que pode constituir em uma relevante ferramenta de contenção da formação de bolhas especulativas sem mexer com a liquidez mais ampla do mercado. Na mesma direção de maior acolchoamento das operações, são as exigências de maior capital para os derivativos negociados OTC, ou seja, fora dos sistemas centralizados de compensação. Estas medidas visam não conter o mercado, mas aplicar maiores margens de segurança para sua operação de forma que menores riscos sejam formados numa alta e que no caso de uma queda abrupta, exista maior capacidade pré-instalada de administrar as perdas.

Desta forma, e também aprimorando a segunda parte da hipótese que apontava para o intuito de “*proteger o Estado norte-americano dos impactos de um novo evento disruptivo como a GCF*”, pode-se dizer que a nova arquitetura busca minimizar a potência de novos choques e ampliar a capacidade do Estado e do próprio sistema de lidar com um evento disruptivo.

Contudo, a expressão máxima destes mercados acolchoados se dá com a introdução dos requerimentos de liquidez e em especial da LCR. A resposta estatal à possibilidade de um súbito desaparecimento da liquidez é a construção e manutenção *a priori* por parte das instituições financeiras relevantes deste colchão de disponibilidades prontamente disponíveis. As premissas utilizadas no cálculo da LCR deixam evidente a escolha dos reguladores: as fontes de curto prazo, pilar essencial do funcionamento dos mercados financeiros modernos, não são em

absolutamente confiáveis e não podem ser consideradas para afirmar a viabilidade de curto prazo das instituições. O cálculo coloca nas reservas no banco central e nos títulos públicos dos estados centrais do sistema, por definição elementos umbilicalmente ligados ao estado, a fonte primordial de liquidez, cabendo a títulos privados de alta qualidade, sujeitos a significativos *haircuts*, um papel secundário.

Desta forma, pode-se afirmar que uma das direções na qual o sistema caminhou após as novas regulações foi na construção de colchões preventivos substanciais no sistema. Mais do que isso, os colchões foram não só ampliados como sua natureza transformada, com o Estado ocupando um novo papel chave. Esta mudança é assim resumida por Pozsar (2016b, p.1):

*[...] for the largest of global banks – the main arbitrageurs in the system – liquidity buffers were interbank loans. **Liquidity was stored inside the system.** The Great Financial Crisis taught bankers and regulators alike that "inside" liquidity is the least reliable when most needed. The system needed a reboot. Basel III [and its american implementation] tore up the old model and forced banks to hold liquidity buffers with the sovereign instead of banks. **Liquidity is now being stored outside the system.***<sup>181</sup>

Contudo, a inovação não se restringe apenas a mercados acolchoados. Pode-se dizer que a nova arquitetura do sistema também aponta para **mercados supervisionados**. O FSOC e seus poderes intrusivos são por essência o reconhecimento deste papel de supervisão dos mercados pelo estado, mas múltiplas outras frentes se somam nesta direção. A exigências de que um número crescente de derivativos seja negociado em câmaras de compensação que por sua vez estão sob o guarda-chuva do FED são uma das faces. Ainda no mundo dos derivativos, a exigência de seu registro em repositórios públicos aponta para esta mesma direção. Outro fator decorrente não da regulação, mas do desenrolar da GCF é que o grande banco de investimento isolado e assim ao largo da supervisão do FED não mais existe. Todos os grandes bancos de investimento norte-americanos foram adquiridos por *holdings* bancárias sob supervisão do FED ou se converteram em *holdings* bancárias, como foi o caso de Goldman Sachs e Morgan Stanley. Assim, os elementos centrais do sistema estão todos sob supervisão direta do FED.

---

<sup>181</sup> Grifos no original.

Por meio da institucionalização dos testes de stress, o FED passou a anualmente ter um registro muito mais aprofundado das operações das grandes instituições financeiras. Mais do que isso, ganhou novas ferramentas para influenciar em sua atuação. O poder de aprovar e demandar mudanças nos planos de uso de capital e de demandar mudanças nas estruturas organizacionais e operacionais de seus supervisionados por meio dos *living wills* são os mais fortes exemplos disso. Assim, o nível de escrutínio público sobre as operações privadas é incomparável aos padrões pré-GCF.<sup>182</sup>

Há ainda uma outra frente de ação que classificamos aqui como um retrato dos **mercados supervisionados**: a introdução na esfera global do nível máximo bruto de alavancagem e a severidade de seus padrões nos EUA, representada pela já debatida SLR. O estabelecimento de um nível máximo de alavancagem que efetivamente constrange a operação do mercado é um reconhecimento dos reguladores da sua incapacidade de acompanhar por meio da supervisão detalhada cada desenvolvimento do mercado. No passado, confrontados com esta limitação, a resposta estatal era apostar na auto-regulação. Após a GCF, a resposta é uma regra simples e restritiva e que complementa a capacidade de supervisão introduzida pelos diversos outros mecanismos.

Dessa forma, nos parece correto afirmar que a GCF implica numa ruptura com a lógica antes prevalecente ao conceder ao Estado uma capacidade de supervisão renovada. Mackintosh (2014) também se propôs a avaliar as transformações na regulação do sistema financeiro global, porém concentrando-se nos fóruns internacionais, e é uma das raras vozes discordantes da ideia de que nada mudou após a crise. A similaridade de suas conclusões com o que aqui se aponta é

---

<sup>182</sup> É interessante notar que Tavares & Melin (1998, p. 70) observando a consolidação do sistema financeiro moderno em 1998 anotem: “O próprio FED enquanto “autoridade monetária” não tem poder de controle direto sobre suas instituições financeiras privadas, cujas operações dentro e fora dos EUA em circuitos *off-shore* não dependem da aprovação e muitas vezes nem mesmo são do conhecimento do banco central americano.” Entendemos que uma afirmação categórica como essa é muito mais difícil de ser sustentada após os múltiplos níveis de supervisão inseridos. É claro que o FED não tem uma visão granular e absoluta de todas as operações de mercado, mas é inegável que o grau de supervisão das operações dos grandes bancos pelo aparato regulador mudou de patamar.

substantiva e assim, sua síntese merece registro ao apontar que no plano internacional os mesmos avanços aqui apontados para os EUA se estabeleceram.

*The new era is characterised by a reassertion of state power over markets and firms, of the application of enhanced macro-prudential regulation and supervision designed to buttress the financial stability of the system as a whole, of major markets, and of the world's largest banks and financial firms. This shift will not be easily abandoned or deconstructed. Instead, it is being defended by its technical creators and their community.* (MACKINTOSH, 2014, p. 236)

Assim, é possível rearticular as duas hipóteses iniciais deste trabalho numa nova forma mais precisa a partir dos desenvolvimentos aqui apresentados. Assim, nossa afirmação é de que a qualificação do sistema monetário e financeiro internacional após a GCF como mera manutenção do *status quo* do período precedente à crise é incorreta ou, ao menos, contraproducente, pois não destaca as significativas transformações pelas quais o sistema passou. O Estado norte-americano introduziu mecanismos que visaram **mercados acolchoados e supervisionados** para minimizar a potência de novos choques, ampliar a capacidade intrínseca do sistema privado de absorvê-los e ampliar a capacidade estatal de prevenção e reação.

Afirmada a mudança que se observa no sistema, uma comparação se torna irresistível. O último período histórico em que os mercados não desfrutaram de absoluta liberdade foi no arranjo do pós-guerra, na chamada era de ouro do capitalismo. Naquele contexto, os EUA precisaram conciliar o desejo de uma ordem global, aberta e liberal, com a necessidade de promoção do desenvolvimento e razoável grau de liberdade na gestão das economias domésticas. Ruggie (1982) cunhou o termo *embedded liberalism* para a resposta conciliatória possível, com um arcabouço que protegeu e até mesmo ajudou na busca de estabilidade doméstica sem que isso disparasse políticas defensivas com conseqüências destrutivas como ocorrera no entre-guerras.

Assim, Ruggie (1982, p.393) caracteriza a nova ordem marcada pelo *embedded liberalism* contrastando-a com os regimes precedentes nos seguintes termos: “Ao contrário do nacionalismo econômico dos anos 30, teria caráter multilateral; ao contrário do liberalismo do

padrão-ouro e do livre comércio, seu multilateralismo também contava com intervencionismo doméstico”.<sup>183</sup>

Na mesma forma postulada por Ruggie, podemos marcar o novo ordenamento que emerge após a GCF por seu contraste com as ordens precedentes. Assim, ao contrário do *embedded liberalism*, ela conta com mercados livres e conectados com mínima margem de autonomia dos estados; ao contrário do fundamentalismo de mercado, os mercados são forçados a operar com colchões de segurança e supervisionados pelas autoridades norte-americanas.

É claro que as rupturas da nova ordem liberal com o *embedded liberalism* e deste com o nacionalismo da década de 30 estão num outro patamar em termos de magnitude quando se compara com o observado após a GCF. Aquelas transformações foram muito além de um mero redesenho de elementos do sistema monetário e financeiro. Representaram o surgimento de uma nova ordem social, com ramificações por todo o tecido da sociedade.<sup>184</sup> Ainda assim, entendemos que este comparativo ajuda a evidenciar o quanto a caracterização da crise como mera geradora de *status quo* esconde mais do que revela e assim não favorece nossa compreensão da situação atual do sistema.<sup>185</sup>

---

<sup>183</sup> Tradução do autor. No original: “*unlike the economic nationalism of the thirties, it would be multilateral in character; unlike the liberalism of the gold standard and free trade, its multilateralism would be predicated upon domestic interventionism.*”

<sup>184</sup> O que não deixa de ser uma provocação interessante para o debate de nossa ordem social em caráter mais amplo. Nos mercados financeiros, *locus* por essência de uma lógica desregulada, os EUA confrontados com uma crise de grande magnitude procuraram amortecer seus movimentos por meio de colchões e inseri-los sob intensa supervisão estatal. A extensão desta mesma lógica para outros campos do ordenamento social pode levar a interessantes proposições.

<sup>185</sup> Em artigo recente, por ocasião dos 10 anos da GCF, o principal colunista do Financial Times Martin Wolf (2018, não paginado) escreveu um artigo intitulado *Why so little has changed since the financial crash*, apontando para o que vê como uma grande continuidade entre o período pré e pós GCF. Dois pontos, no entanto, merecem destaque. O primeiro é que Wolf caracteriza o sistema dizendo “*The financial system is much as before, albeit with somewhat lower leverage, higher liquidity requirements and tighter regulation.*” Assim, os pontos de mudança que implicitamente ele destaca são muitos similares aos que aqui se defende. Em seguida, Wolf reconhece que vivemos em um tempo em que parecem não haver mudanças de paradigma (o que sustenta ser positivo) mas que ainda assim existem ideias mais ousadas para reforma do sistema. Curiosamente, se as ideias por ele sugeridas fossem implementadas é bastante provável que o sistema seguisse sendo caracterizado por muitos como mera manutenção do *status quo*, já que em larga medida são questões técnicas e pontuais. Do nosso ponto de vista, isto apenas reforça a necessidade de um olhar mais atento para o que efetivamente mudou após a crise como chave para uma melhor compreensão do sistema.

Esta afirmação é ainda mais contundente quando trazemos à cena a terceira e última hipótese que norteou esta pesquisa. Na Introdução, ela foi assim anunciada:

3. *As transformações no sistema tiveram o efeito de reforçar a centralidade norte-americana no ordenamento global.*

A esse respeito, nos parece que os cinco eixos de centralidade norte-americana renovada expostos no capítulo 4 descrevem de forma clara esta posição e demarcam porque a caracterização da crise como *status quo* obscurece novos desdobramentos importantes do sistema.

O *money market*, o mais central dos mercados ao distribuir e equalizar as necessidades de liquidez globais, passou a ter uma perna essencialmente estatal. Como colocou Pozsar (2015a, p. 2), “*Intermediation shifted from private balance sheets to the balance sheet of the sovereign.*” Múltiplos desenvolvimentos levaram a esta nova centralidade do FED. A ON RPP abriu caminho para esta intermediação direta, já que o FED passou a poder remunerar outros agentes que não seus bancos membros. Isto se tornou mais relevante já que a reforma dos MMFs implicou no crescimento dos *Government Funds*. As demandas do LCR também funcionaram como uma nova forma de requerimento global de reservas, fazendo com que os bancos estrangeiros ampliassem seus depósitos no FED em detrimento do uso de mercados interbancários. Bancos centrais estrangeiros e organizações multi-laterais também passaram a operar diretamente com o FED assim como as FMUs (*Financial Market Utilities*). Por fim, a disfuncionalidade do sistema político norte-americano também fez com que o Tesouro mantivesse crescentes reservas no FED como uma espécie de seguro.

Em conjunto, esses desdobramentos arrastaram o Estado para o centro da intermediação financeira de curto prazo. Do ponto de vista técnico, o FED ainda se mostra desconfortável nesta posição, ainda que pareça inevitável que o sistema se acostume com esta nova realidade, já que ela é uma consequência direta das transformações trazidas pelo combate à GCF. Contudo,

do ponto de vista político a mudança é considerável e poderosa. No centro do palco, o FED terá mais alavancagem do que nunca para priorizar certos fluxos e monitorar o Estado da economia global e a posição de seus agentes.

A alavancagem do Estado norte-americano também foi sem dúvida ampliada pela institucionalização das linhas de *swap*. O sistema ganhou um novo pilar operacional com centro inequívoco. Nos parece que este é um legado definidor da GCF, aproximando o sistema como nunca de uma centralização formal nos EUA. O acesso direto ao FED passa a ser um privilégio capaz de influenciar posicionamentos geopolíticos e imenso poder de barganha.

A GCF também permitiu aos bancos norte-americanos se lançarem à frente na competição pelos mercados globais, realizando o desejo expressado por Geithner (SCHEIBER, 2011) de uma nova ordem em que maior capacidade do sistema resistir aos choques não limitasse às possibilidades de expansão do capital financeiro norte-americano.

Além disso, como já debatido, os novos poderes de supervisão também colocam o Estado norte-americano em uma excepcional posição de controle e indicação dos rumos do sistema. Como se não bastasse, todo este movimento foi obtido, como revelam múltiplos indicadores, mantendo a centralidade do dólar no sistema.

Desta forma, é possível retomar a terceira hipótese deste trabalho e ampliá-la para incorporar os achados específicos da pesquisa. E ao articularmos esta nova proposição com as já trabalhadas hipóteses 1 e 2, chegamos a uma síntese dos pontos essenciais deste trabalho.

Assim, pode-se dizer que a qualificação do sistema monetário e financeiro internacional após a GCF como mera manutenção do *status quo* do período precedente à crise é incorreta ou, ao menos, contra-producente, pois não destaca as significativas transformações pelas quais o sistema passou. O Estado norte-americano introduziu mecanismos que visaram **mercados acolchoados e supervisionados** para minimizar a potência de novos choques, ampliar a capacidade intrínseca do sistema privado de absorvê-los e ampliar a capacidade estatal de

prevenção e reação. Estas transformações no sistema tiveram o efeito de reforçar a centralidade norte-americana no ordenamento global. O *money market* teve seu funcionamento radicalmente alterado, contando agora com o Estado norte-americano como seu operador fundamental. As linhas de *swap* internacionais institucionalizaram a posição norte-americana, os seus bancos ganharam espaço nos mercados globais, o dólar manteve sua hegemonia e a capacidade de gestão e supervisão norte-americana foi ampliada.

Assim, do nosso ponto de vista a GCF não é uma *status quo crisis*. Embora ela não determine uma ruptura de magnitude tão significativa como a que ocorreu nas décadas de 70 e 80, ela implicou numa reavaliação da percepção nos EUA sobre os riscos inerentes ao sistema financeiro moderno e, como consequência, induziu mudanças regulatórias que impactaram seus mecanismos operacionais. Se não bastasse, estas mudanças acabaram por reforçar a centralidade norte-americana sobre o sistema.

Reconhecer as transformações pelas quais o sistema passou após 2008, nos parece essencial para qualquer reflexão relevante sobre o futuro da ordem norte-americana assim como para qualquer análise que use o sistema monetário e financeiro internacional como objeto relevante. Sustentar apenas as linhas de continuidade obscurece novas dinâmicas essenciais para o sistema.

Há uma faceta deste novo arranjo que é muito bem capturado por Izabella Kaminska, editora do FT Alphaville, um serviço de notícias do Financial Times para operadores do setor financeiro. Observando as complicações para o funcionamento do mercado *repo* neste novo arranjo de mercados acolchoados, Kaminska (2016, não paginado) oferece uma devastadora crítica da lógica interna de qualquer ordenamento baseado em mercados financeiros livres e interligados.

*In the context of a regulatory regime which, in the interests of depositor claimants, was set up very specifically to penalise the double-dipping tendencies of banks this arguably equates to a worrying signal from the markets. Namely, that the efficiency of the modern economic system has become entirely dependent on the banking sector's ability to transfer risk to an unwitting public sector balance sheet and*

*depositor class (i.e. those who can least afford it) as and when the system requires the risk to be absorbed (i.e. when legacy creditors' paper profits are threatened). If we, the depositors, get fussier about our rights and protections — becoming notably more resistant to taking risk overall — the economy as a whole may have no choice but to become less capital efficient. That in turn could reduce the system's overall capital utilisation rate, making capital much more expensive for everybody. In short, it could indicate that without unrestricted cheap access to the buffer stock of society, the financial system's ability to absorb imbalances just isn't there.*

O que Kaminska aponta é que uma vez que são introduzidas regulações para minimizar o risco de eventos disruptivos e dos potenciais custos fiscais às expensas dos contribuintes, a esperada eficiência na operação dos mercados desaparece. A alternativa, ou seja, a ausência de regulação também mostrou sua ineficiência em situações extremas. Desta forma, fica evidente que a condição essencial de manutenção do sistema é o aporte do Estado e seu compromisso em assumir os riscos da operação como um todo.

As intrínsecas limitações de uma ordem baseada em mercados, como a polarização da riqueza, são bem documentadas. A crítica de Kaminska vai além ao expor também os limitantes de uma ordem com mercados mais protegidos. Somando-se ao próprio fato de uma grande crise financeira ter emergido a partir dos pilares das finanças globalizadas, um efeito esperado dos eventos de 2008 seria um substancial descrédito das ideias que sustentaram o sistema até então. Este é inclusive o argumento central de analistas como Kirshner (2014) que enxergam na GCF um marco essencial de uma eminente derrocada norte-americana. Seu argumento se baseia justamente nos danos ideológicos oriundos da crise, que fomentaria um amplo leque de novas ideias sobre finanças e mercados e que gradualmente deveriam erodir as bases de sustentação da posição norte-americana.

Em que pese a acuracidade das críticas ao sistema, o salto destas para o desmonte do ordenamento favorável aos EUA é um tanto desmoderado. Neste sentido, estamos de pleno acordo com Gowan (2009, não paginado), que diz: *“The ideological effects of the crisis will be significant, though of course far less significant than imagined by those who believe financial regimes are the product of intellectual paradigms rather than power relations.”*

Nossa leitura é de que as relações essenciais de poder seguem operando. Para melhor compreender este ponto, nos parece relevante colocar estas recentes mudanças induzidas pela GCF em perspectiva, conectando-as com o movimento das décadas de 70 e 80. Naquela ocasião, os EUA vinham de mais de uma década de desafios em múltiplas frentes: o fracasso no Vietnã, os movimentos sociais libertários e raciais, uma inflação galopante, choques de preço de *commodities* e crescente competição com os soviéticos são apenas exemplos dos múltiplos sinais de desgaste daquela ordem. Um cenário tão grave demandou uma resposta à altura, agressiva e arrojada para manter e até mesmo ampliar a posição norte-americana. Para isso, foi necessário abandonar as bases do *embedded liberalism* e reconstruir um novo sistema baseado em mercados. Tal substituição implicou numa excepcional reversão das ideias e crenças dominantes, uma verdadeira troca de guarda intelectual, já que abandonar o keynesianismo e os controles então vigentes para uma ordem de *laissez-faire* consiste numa imensa ruptura.

Ao realizar esse movimento, o dólar se consolidou sem as amarras ao ouro como verdadeira moeda financeira global e o sistema financeiro norte-americano por sua profundidade, liquidez e suporte estatal estabeleceu-se como centro magnético. Assim, estavam lançadas as bases do que Strange (1994) qualificou como poder estrutural. Nascia aí uma nova forma de exercer poder por meio do sistema monetário e financeiro numa dimensão qualitativamente diferente dos ordenamentos precedentes. Era isso que em 1984 Tavares (1998) anunciava em contraponto à maior parte dos analistas da época, enxergando a posição privilegiada que o novo arranjo que começava a se consolidar oferecia aos EUA. Assim, logo na primeira página de seu artigo ela apresenta esta posição, no que muito bem poderia ser uma definição do que é o poder estrutural:

O fulcro do problema não reside sequer no maior poder econômico e militar da potência dominante, mas sim na sua capacidade de enquadramento econômico financeiro e político-ideológico de seus parceiros e adversários. [...] seus sócios ou rivais capitalistas são compelidos, não apenas a submeter-se, mas a racionalizar a visão dominante como sendo a "única possível". (TAVARES, 1998, p. 28)

Esse poder estrutural que emerge do novo ordenamento norte-americano consolidou-se durante as décadas que precederam a GCF. É ele que permite que uma crise tão significativa como a GCF possa ser administrada pelos EUA sem perdas substanciais para sua posição de poder. Neste sentido, o ponto-chave da resposta norte-americana foi sua atuação como bombeiro. Evitar o colapso do sistema era a ação mais relevante pois assim evitou a erosão da base de sustentação de sua posição. Sem o colapso do sistema, suas amarras estruturantes seguiram firmes. E com as reformas, um colapso das mesmas proporções tornou-se menos provável, embora, é claro, sempre siga como uma possibilidade no horizonte.

O preço a se pagar para qualquer centro de poder alternativo desejoso de contestar a ordem manteve-se tão ou mais alto do que antes, já que tornar-se um pária deste sistema interligado segue altamente custoso. Nos termos de Tavares (1998), o enquadramento econômico e financeiro por parte dos mercados segue sua marcha como se nada houvesse ocorrido. A alavancagem do Estado norte-americano para suprimir desafios político-ideológicos foi ampliada. Pouco mais de dez anos após a GCF as ideias dominantes seguem intocadas, se não mais fortes no resto do mundo do que nos EUA, vide a obsessão europeia com a austeridade. As próprias mudanças introduzidas no sistema, tema desta tese, e que de certa forma rompem com o ideário de mercados absolutamente livres, seguem fora do radar e pouquíssimo discutidas. Assim, nos parece que o poder estrutural norte-americano afirmado com as transformações das décadas de 70 e 80 segue em bases fortes e ampliadas após a GCF.

Isso de forma alguma aponta para uma inevitável permanência do sistema e da posição norte-americana. Antes de se apontar qualquer outro risco, basta lembrar que os EUA terão que se confrontar na próxima década com o dilema da ascensão chinesa, intencionalmente

colocada em segundo plano neste trabalho. Aliás, uma avaliação da resposta chinesa à GCF é um complemento essencial a esta tese para se pensar os novos rumos do sistema.<sup>186</sup>

Nos parece importante, contudo, alertar para um outro tipo de risco, este sim capaz de, nos termos de Tavares (Ibid.) tirar os sócios ou rivais capitalistas da submissão à ordem norte-americana racionalizada como a única possível. É o risco advindo da política norte-americana e que pode ser acompanhado diariamente nos últimos dois anos pelas manchetes que revelam o pensamento e ação de Donald Trump. Aqui, a dúvida é até que ponto as amarras estruturais da ordem baseada em mercados costurada há mais de três décadas serão capazes de sustentar uma posição que perdeu qualquer verniz de multilateralidade. Isso se torna mais grave pois ainda que Trump possa ser uma figura passageira, aparentemente as condições estruturais para o surgimento de uma figura como ele não o são. Como discutido na derradeira seção do capítulo 4, um dos legados da GCF é a desestruturação dos campos políticos tradicionais nos EUA. O implícito suporte das elites de ambos os grandes partidos à esta ordem já não é garantido. As forças políticas emergentes, tanto à direita quanto à esquerda, são contestadoras deste arranjo.

Nesse sentido, é importante lembrar que a GCF foi um evento endógeno e que exigiu um tipo de ação concertada que não é acionada no piloto automático. Assim, requer que os atores sentados no comando da máquina política norte-americana estejam dispostos a agir no caso de uma crise. E, a despeito dos esforços de Geithner nas negociações no Congresso, o texto final de Dodd-Frank retirou parte da autonomia das agências reguladoras, sempre menos permeáveis às pressões públicas e mais suscetíveis às necessidades do mercado. Agora, no caso de uma grave crise, o Executivo terá que ser envolvido muito mais cedo e de forma muito mais profunda. A disposição política para agir será mais necessária do que nunca e, simultaneamente, pode também ser mais escassa do que em qualquer outro momento. Lembremos da já citada

---

<sup>186</sup> De toda forma, a China já foi observadora privilegiada - e de certo modo protagonista na resposta - da crise asiática de 1998 para que sua liderança tivesse clareza suficiente dos méritos e riscos de sua inserção nesta ordem norte-americana.

afirmação de uma autoridade chinesa que celebra que após meses e meses dos americanos lutando com sua própria ideologia, orgulho e senso de correção finalmente decidira adotar um rumo pragmático e salvar o sistema (TOOZE, 2018, p. 240). Essa mesma disposição de se superar as inevitáveis dúvidas pode voltar a se mostrar necessária e só a contingência histórica irá revelar o caminho adotado.

Esses riscos são potencializados pelo outro desafio apontado no Capítulo 4 desta tese. O novo arcabouço operacional do FED após as transformações no *money market* segue longe de estar consolidado. Em outras palavras, o FED ainda segue em busca de um instrumento confiável e estável para que suas escolhas de política monetária sejam corretamente traduzidas nas taxas do mercado.

Talvez ainda mais crítico, seja descobrir quais as implicações do que chamamos de mercados descolados, ou seja, dos persistentes *spreads* que insistem em se manter a partir das limitações à arbitragem impostos pelas novas regulações. Em tese, o sistema pode conviver bem com taxas levemente descoladas e que, ao atingir um certo patamar, tornam-se lucrativas o suficiente para que a operação de arbitragem entre em cena e impeça sua ampliação. Contudo, em momentos de *stress* severo este sistema ainda não foi testado e pode reservar surpresas.

Deste modo, nos parece que a maior crise financeira e econômica da história desde a depressão de 1929 deixa um substancial legado para nossos tempos. A resposta norte-americana em sua atuação como bombeiro é memorável e revelou o imenso alcance que o Estado central em seu desejo de salvar o sistema é capaz. O sucesso de sua ação foi essencial para a manutenção da ordem global. Sua atuação na fase seguinte, como arquiteto, lançou as bases para uma nova etapa de centralidade norte-americana e os EUA puderam moldar o sistema às suas preferências e desejos de proteção. Os mercados seguem operando, só que agora acolchoados e supervisionados. Pouco importa que este novo arranjo dos mercados apenas intensifique o descrédito das ideias liberais que o fragoroso colapso de 2008 já havia

evidenciado, já que a ação combinada como bombeiro e arquiteto manteve de pé as bases de sustentação da posição norte-americana. Mais do que isso, a consequência prática da intervenção norte-americana foi o reforço de sua posição. Como é natural em qualquer sistema dinâmico, novos desafios irão surgir no horizonte. Contudo, os EUA seguem em excepcional posição para a eles responder.

## REFERÊNCIAS

ACHARYA, Viral; RICHARDSON, Matthew. Implications of the Dodd-Frank Act. **Annual Review of Financial Economics**, v. 4, n.1, 2012.

ACHARYA, Viral; ENGLE, Robert; PIERRET, Diane. Testing Macroprudential Stress Tests: The Risk of Regulatory Risk Weights. **Journal of Monetary Economics** 65: 36–53, 2014

ACHARYA, Viral et al. **Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance**. New York: New York University Stern School of Business, 2011

ADRIAN, T.; SHIN, H. Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism. **International Journal of Central Banking**. Vol. 5, no 4, 2009a, p. 131-142.

\_\_\_\_\_. The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation. **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**. Staff Report no. 382. July, 2009b. Disponível em <[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr382.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr382.pdf)> Acesso em 20/02/2019

\_\_\_\_\_. Procyclical Leverage and Value-at-Risk. **Review of Financial Studies**, v. 27, n. 2, p. 373-403, 2013.

AIZENMAN, J.; PASRICHA, G. Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation. **International Review of Economics & Finance**, v. 19, n. 3, p. 353-365, 2010.

ANADU, Kenechukwu; BAKLANOVA, Viktoria. **The Intersection of U.S. Money Market Mutual Fund Reforms, Bank Liquidity Requirements, and the Federal Home Loan Bank System**. Office of Financial Research Working Paper. Outubro 2017. Disponível em <[https://www.financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp-17-05\\_MMF-Reforms\\_Liquidity\\_FHLBs.pdf](https://www.financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp-17-05_MMF-Reforms_Liquidity_FHLBs.pdf)> Acesso em 17/10/2018

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Reforma financeira norte-americana: A Lei Dodd-Frank**. Rio de Janeiro, 2011.

ARNOLD, Martin. How US banks took over the financial world. **Financial Times**. 17 de setembro de 2018. Disponível em <<https://www.ft.com/content/6d9ba066-9eee-11e8-85da-eeb7a9ce36e4>> Acesso em 01/12/2018

BABA, Naohiko; McCAULEY, Robert. RAMASWAMY, Srichander. **US dollar money market funds and non-US banks**. BIS Quarterly Review, March 2009. Disponível em <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0903g.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903g.pdf)> Acesso em 09/10/2018

BAGEHOT, Walter. **Lombard Street**. New York: Arno Press, 1978.

BAIR, S. **Bull by the horns**. New York: Simon & Shuster, 2014.

BAKER, A. The New Political Economy of the Macroprudential Ideational Shift. **New Political Economy**, V. 18, n. 1, 112-139, 2013.

BAKER, C. The Federal Reserve's Use of International Swap Lines. **Arizona Law Review**. Volume 55, Issue 3. 2013a. Disponível em <<http://arizonalawreview.org/pdf/55-3/55arizlrev603.pdf>> Acesso em 09/10/2018.

\_\_\_\_\_. The Federal Reserve's Supporting Role Behind Dodd-Frank's Clearinghouse Reforms, **Harvard Business Law Review Online** 177. April, 2013b Disponível em <<http://www.hblr.org/?p=3283>> Acesso em 19/10/2018

BAKER, Dean. Paul Krugman and the End of Too Big to Fail Subsidies. **The Center for Economic and Policy Research**. 16 de outubro de 2015. Disponível em <<http://cepr.net/blogs/beat-the-press/paul-krugman-and-the-end-of-too-big-to-fail-subsidies>> Acesso em 30/11/2018.

BAKER, Dean; McARTHUR, Travis. "The Value of the "Too Big to Fail" Big Bank Subsidy," CEPR Reports and Issue Briefs 2009-36, Center for Economic and Policy Research (CEPR)

BAILY, Martin; ELLIOT, Douglas. How Is the System Safer? What More Is Needed? IN: BAILY, Martin; TAYLOR, John (Ed.). **Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis**. Stanford: Hoover Institution Press Publication, 2014

BAILY, Martin Neil; BEKKER, William; HOLMES, Sarah. **The big four banks: The evolution of the financial sector, Part I. Economic Studies at Brookings**. Maio de 2015. Disponível em <[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/big\\_four\\_banks\\_evolution\\_financial\\_sector\\_pt1\\_final.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/big_four_banks_evolution_financial_sector_pt1_final.pdf)> Acesso em 01/12/2018

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS. **Triennial central bank survey - Report on global foreign exchange market activity in 2010**. Dezembro, 2010. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>> Acesso em 21/11/2018

\_\_\_\_\_. **Report on asset securitisation incentives**. Julho de 2011. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/joint26.pdf>> Acesso em 27/11/2018

\_\_\_\_\_. **Triennial central bank survey - Foreign exchange turnover in April 2016**. Setembro, 2016. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>> Acesso em 21/11/2018

\_\_\_\_\_. **Repo market functioning**. Committee on the Global Financial System Papers No 59. Abril de 2017. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>> Último acesso em 07/12/2018

\_\_\_\_\_. **Structural changes in banking after the crisis**. Committee on the Global Financial System Papers No 60. Janeiro de 2018. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/cgfs60.pdf>> Acesso em 01/12/2018

BAO, Jack; O'HARA, Maureen; ZHOU, Alex. "The Volcker Rule and Market-Making in Times of Stress," **Finance and Economics Discussion Series** 2016-102. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016102pap.pdf>> Acesso em 17/10/2018

BARNICHON, Regis; MATTHES, Christian; ZIEGENBEIN, Alexander. The Financial Crisis at 10: Will We Ever Recover? **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, 2018-2019, 13 de Agosto de 2018. Disponível em <<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/august/financial-crisis-at-10-years-will-we-ever-recover/>> Acesso em 02/02/2019

BARTH, James; MILLER, Stephen. **A Primer on the Evolution and Complexity of Bank Regulatory Capital Standards. Mercatus Working Paper.** Mercatus Center at George Mason University, Arlington, VA. Fevereiro de 2017. Disponível em <<https://www.mercatus.org/system/files/mercatus-barth-primer-capital-standards-v1.pdf>> Acesso em 16/10/2018.

BECH, Morten; MARTIN, Antoine; McANDREWS, Jamie. **How the High Level of Reserves Benefits the Payment System.** Liberty Street Economics, 27 de fevereiro de 2012. Disponível em <<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/02/how-the-high-level-of-reserves-benefits-the-payment-system.html#.V1XFRYXR-iM>> Acesso em 13/12/2018

BELLUZO, Luiz Gonzaga. **Dinheiro e as transfigurações da riqueza.** In: TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luís (Eds). Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes, 1998

BERNANKE, Ben. **The Great Moderation. Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association,** Washington, DC February 20, 2004 . Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>> Acesso em 22/01/2019

\_\_\_\_\_. **The Crisis and the Policy Response.** Discurso proferido na London School of Economics, Londres, Inglaterra, em 13 de Janeiro de 2009. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.> Acesso em 09/10/2018.

\_\_\_\_\_. **The Courage to Act: a Memoir of a Crisis and Its Aftermath.** New York: W.W. Norton & Company, 2015. Versão epub.

\_\_\_\_\_. Why Dodd-Frank's orderly liquidation authority should be preserved. **Brookings Institute.** Disponível em <<https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/02/28/why-dodd-franks-orderly-liquidation-authority-should-be-preserved/>.> Acesso em 11/10/2018

BERNANKE, B.; REINHART, V. **Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates.** American Economic Review, v. 94, n. 2, p. 85-90, 2004.

BLACKWELL, Rob. No, regulators did not gut the Volcker Rule. **The American Banker.** 30 de Maio de 2018. Disponível em <<https://www.americanbanker.com/opinion/no-regulators-did-not-gut-the-volcker-rule>.> Acesso em 13/10/2018.

BLINDER, A. Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 92, n. 6, November-December 2010. Disponível em <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.185.3495&rep=rep1&type=pdf>> Acesso em 10/10/2018.

\_\_\_\_\_. **After the Music Stopped: the Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead**. New York: Penguin Books, 2013. Versão epub.

**BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM**. The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation. 24 de Abril de 2009. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/bankinfo/bcreg20090424a1.pdf>> Acesso em 10/10/2018

\_\_\_\_\_. **The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results**. 7 de maio de 2009. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/files/bcreg20090507a1.pdf>> Acesso em 10/10/2018.

\_\_\_\_\_. **Federal Reserve and other central banks convert temporary bilateral liquidity swap arrangements to standing arrangements**. Press Release. 31 de outubro de 2013. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131031a.htm>> Acesso em 08/11/2018

\_\_\_\_\_. **Policy Normalization Principles and Plans**. 16 de setembro de 2014. Disponível em <[https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_PolicyNormalization.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_PolicyNormalization.pdf)> Acesso em 10/10/2018.

\_\_\_\_\_. **Joint notice of proposed rulemaking to modify the enhanced supplementary leverage ratio standards applicable to U.S. global systemically important bank holding companies and certain of their insured depository institution subsidiaries**. 5 de abril de 2018. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20180411a1.pdf>> Acesso em 26/10/2018

\_\_\_\_\_. Amendments to the Regulatory Capital, Capital Plan, and Stress Test Rules. **Federal Register** Vol. 83, No. 80. April 25, 2018b

BORD, Vitaly; SANTOS, João. **The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation**. **Economic Policy Review**, Vol. 18, No. 2, 21-34, July 2012

BORDO, M.; HUMPAGE, O.; SCHWARTZ, A. The Evolution of the Federal Reserve Swap Lines since 1962. **IMF Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 353-372, 2015.

BORIO, Claudio. et al. Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis. **BIS Quarterly Review**, September 2016. Disponível em <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1609e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609e.pdf)> Acesso em 14/12/2018

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luís (Eds). **Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização**. Petrópolis: Editora Vozes, 1998

BRAGA, José Carlos de Souza; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. "Finanças Dolarizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano". In: FIORI, José Luis (org). **O Poder Americano**. Petrópolis, Editora Vozes, 2004

BRAUDEL, Fernand. **Civilização Material, Economia e Capitalismo - Século XV-XVIII - Volume 3: O tempo do mundo**. São Paulo: Martins Fontes, 2005

BRYAN, Dick; RAFFERTY, Michael. **Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class**. New York: Palgrave Macmillan, 2006

BROZ, J. Lawrence. **The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007-2011**. LSE Systemic Risk Centre Discussion Paper 30. January 2015. Disponível em <<http://eprints.lse.ac.uk/60951/1/dp-30.pdf>> Acesso em 01/10/2018

BURTON, Maureen; BROWN, Bruce. **Financial System of the Economy: Principles of Money and Banking**. New York: Routledge, 2015

BUSH, Oliver; FARRANT, Katie & WRIGHT, Michelle. "Reform of the International Monetary and Financial System". **Bank of England Financial Stability Paper** No. 13. December 12, 2011. Disponível em <<https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability-paper/2011/reform-of-the-international-monetary-and-financial-system>> Acesso em 29/01/2019

CABALLERO, Ricardo; FARHI, Emmanuel; GOURINCHAS, Pierre-Olivier. The Safe Assets Shortage Conundrum. **Journal of Economic Perspectives**, Volume 31, Number 3 — Summer 2017—Pages 29–46

CALLEO, D. **Follies of Power: America's Unipolar Fantasy**, Cambridge: Cambridge University Press, 2009

CALOMIRIS, Charles; GORTON, Gary. **The Origins of Banking Panics - Models, Facts, and Bank**. In: HUBBARD, Glenn. Financial Markets and Financial Crises. Chicago: University of Chicago Press, 1991

CHON, Gina; HALL, Camila. Fed pushes on with new rules for overseas banks. **Financial Times**. 18 de fevereiro de 2014. Disponível em <<https://www.ft.com/content/d1c28642-98d9-11e3-a32f-00144feab7de>> Acesso em 17/10/2018

CLAPP, Jennifer; HELLEINER, Eric. Troubled futures? The global food crisis and the politics of agricultural derivatives regulation, **Review of International Political Economy**, 19:2, 2012, P. 181-207

CLEMENT, Piet. The term "macroprudential": origins and evolution. **BIS Quarterly Review**, March 2010. Disponível em <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1003h.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.htm)> Acesso em 15/10/2018.

COHEN, Benjamin; SCATIGNA, Michela. **Banks and capital requirements: channels of adjustment.** BIS Working Papers No 443. Março de 2014. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/work443.pdf>> Acesso em 01/12/2018

**COMMITTEE ON OVERSIGHT AND GOVERNMENT REFORM.** The financial crisis and the role of federal regulators - Hearing before the committee on oversight and government reform. 23 de outubro de 2008. Disponível em <<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hrg55764/html/CHRG-110hrg55764.htm>> Acesso em 02/12/2018

**CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE.** Report on the Troubled Asset Relief Program. March, 2018. Disponível em <<https://www.cbo.gov/system/files?file=115th-congress-2017-2018/reports/53617-tarp-march2018.pdf>> Acesso em 10/10/2018

**DEPARTMENT OF TREASURY.** Blueprint For A Modernized Financial Regulatory Structure. Março de 2008. Disponível em <<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>> Último acesso em 15/10/2018.

\_\_\_\_\_. **Financial Regulatory Reform - A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation.** Agosto de 2009. Disponível em <[https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport\\_web.pdf](https://www.treasury.gov/initiatives/Documents/FinalReport_web.pdf)> Acesso em 15/10/2018.

\_\_\_\_\_. **The Financial Crisis Response In Charts.** April, 2012. Disponível em <[https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/20120413\\_FinancialCrisisResponse.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Documents/20120413_FinancialCrisisResponse.pdf)> Acesso em 02/02/2019

\_\_\_\_\_. **A Financial System That Creates Economic Opportunities - Banks and Credit unions.** Report to President Donald J. Trump. June, 2017a. <<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A%20Financial%20System.pdf>> Acesso em 15/10/2018

\_\_\_\_\_. **A Financial System That Creates Economic Opportunities - Asset Management and Insurance.** Report to President Donald J. Trump. October, 2017b. <[https://auth.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-That-Creates-Economic-Opportunities-Asset\\_Management-Insurance.pdf](https://auth.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-That-Creates-Economic-Opportunities-Asset_Management-Insurance.pdf)> Acesso em 15/10/2018

\_\_\_\_\_. **A Financial System That Creates Economic Opportunities – Capital Markets. Report to President Donald J. Trump.** October, 2017c. <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A-Financial-System-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf> Acesso em 15/10/2018

\_\_\_\_\_. **Financial Stability Oversight Council Designations. Report to the President of the United States.** November, 2017d. Disponível em <<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/PM-FSOC-Designations-Memo-11-17.pdf>> Acesso em 15/10/2018

\_\_\_\_\_. **Orderly Liquidation Authority and Bankruptcy Reform. Report to the President of the United States.** Disponível em <[https://home.treasury.gov/sites/default/files/2018-02/OLA\\_REPORT.pdf](https://home.treasury.gov/sites/default/files/2018-02/OLA_REPORT.pdf)> Acesso em 15/10/2018

\_\_\_\_\_. **A Financial System That Creates Economic Opportunities - Nonbank Financials, Fintech, and Innovation.** Report to President Donald J. Trump. July, 2018b. Disponível em <<https://home.treasury.gov/sites/default/files/2018-07/A-Financial-System-that-Creates-Economic-Opportunities---Nonbank-Financi....pdf>> Acesso em 15/10/2018

DOOLEY, Michael. **Can emerging economy central banks be marketmakers of last resort?** BIS Papers no 79. setembro de 2014. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79k.pdf>> Acesso em 03/12/2018

DREZNER, D. **The System Worked.** New York: Oxford University Press, 2016.

DREZNER, D., & McNAMARA, K. “International Political Economy, Global Financial Orders and the 2008 Financial Crisis”. **Perspectives on Politics**, 11(1), 155-166, 2013

DUDLEY, William C. Risks of wholesale funding. **Welcoming remarks at the workshop on the Risks of Wholesale Funding**, New York City, 13 August 2014. Disponível em <<https://www.bis.org/review/r140818d.pdf>> Acesso em 22/01/2019

DUFFIE, Darrel; KRISHNAMURTHY, Arvind. **Passthrough Efficiency in the Fed’s New Monetary Policy Setting.** Jackson Hole Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City, 2016. Disponível em <<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-duffie-krishnamurthy-paper.pdf>> Acesso em 13/12/2018

EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital: A History of the International Monetary System.** Princeton: Princeton University Press, 2008

ELLIOT, Douglas. The Public-Private Investment Program: An Assessment. **Business and Public Policy Reports at Brookings Institute.** 23 de março de 2009. Disponível em <[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/0323\\_investment\\_program\\_elliott.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/0323_investment_program_elliott.pdf)> Acesso em 10/10/2018.

\_\_\_\_\_. Bank Liquidity Requirements: An Introduction and Overview. **Brookings Institute Report.** Junho, 2014. Disponível em <[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/23\\_bank\\_liquidity\\_requirements\\_intro\\_overview\\_elliott.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/23_bank_liquidity_requirements_intro_overview_elliott.pdf)> Acesso em 16/10/2018

**ESSENTIAL INFORMATION e CONSUMER EDUCATION FOUNDATION.** Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America. Março de 2009. Disponível em <[www.wallstreetwatch.org/soldoutreport.htm](http://www.wallstreetwatch.org/soldoutreport.htm)>. Acesso em 07/05/2012

FAWLEY, B.; NEELY, C. Four Stories of Quantitative Easing. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 95, n. 1, 2013.

FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC). **Crisis and Response: An FDIC History, 2008–2013.** Washington, DC: FDIC. 2017. Disponível em <<https://www.fdic.gov/bank/historical/crisis/crisis-complete.pdf>> Acesso em 10/10/2018.

\_\_\_\_\_. The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act. **FDIC Quarterly**, Volume 5, n. 2. 2011. Disponível em <<https://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2011-vol5-2/article2.pdf>> Acesso em 15/10/2018

\_\_\_\_\_. **TLGP Debt Guarantee Program: Issuer Reported Debt Details**. 10 de janeiro de 2015. Disponível em <[https://www.fdic.gov/regulations/resources/tlgp/total\\_debt.html](https://www.fdic.gov/regulations/resources/tlgp/total_debt.html)> Acesso em 15/12/2018

**FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE**. Transcript: Meeting of the Federal Open Market Committee on December 15–16, 2008. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081216meeting.pdf>> Acesso em 10/10/2018.

FEIN, Melanie. **Meddling in Money Market Funds**. 13 de outubro de 2013. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2354081>> Acesso em 18/10/2018

FELKERSON, James. **\$29,000,000,000,000 - A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility**. Levy Economics Institute of Bard College Working paper no. 698. December, 2011. Disponível em <[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_698.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_698.pdf)> Acesso em 09/10/2018

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States**. January, 2011. Disponível em <[http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-reports/fcic\\_final\\_report\\_full.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf)> Acesso em 02/02/2019

FINANCIAL STABILITY BOARD. **2017 list of global systemically important banks (G-SIBs)**. 21 de novembro de 2017. Disponível em <<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P211117-1.pdf>> Acesso em 25/10/2018

FIORI, José Luis. "O Poder Global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites". IN: FIORI, José Luis (org). **O Poder Americano**. Petrópolis, Editora Vozes, 2004, pp. 67-110

FITCH RATINGS. Swaps Push-Out Rule Effects Limited for Major Banks. **Fitch Wire**. 05 de Junho de 2012. Disponível em <[https://www.fitchratings.com/gws/en/fitchwire/fitchwirearticle/Swaps-Push-Out-Rule?pr\\_id=751626](https://www.fitchratings.com/gws/en/fitchwire/fitchwirearticle/Swaps-Push-Out-Rule?pr_id=751626)> Acesso em 13/10/2018

FLEMING, M.; KLAGGE, N. The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines. **Current Issues in Economics and Finance**. Volume 16, Number 4, April 2010. Disponível em <[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current\\_issues/ci16-4.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current_issues/ci16-4.pdf)> Acesso em 09/10/2018

FLEMING, M. Federal Reserve Liquidity Provision during the Financial Crisis of 2007–2009. **Annual Review of Financial Economics**, 4(1), pp.161-177, 2012.

FRAME, W. Scott; FUSTER, Andreas; TRACY, Joseph; VICKERY, James. **The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac**. Federal Reserve Bank of New York Staff Report n 719. March, 2015. Disponível em <[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr719.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr719.pdf)> Acesso em 09/10/2018.

FREIXAS, Xavier et al. Lender of Last Resort: What Have We Learned Since Bagehot? **Journal of Financial Services Research**, 18:1, pp. 63-84, 2000

FRISBIE, Andrew. **Pre-provision net revenue (ppnr) modelling: a global stress testing mandate**. International Banker. 15 de junho de 2015. Disponível em <<https://internationalbanker.com/banking/pre-provision-net-revenue-ppnr-modelling-a-global-stress-testing-mandate/>> Acesso em 01/12/2018

FROST, Josh et al. **Overnight RRP Operations as a Monetary Policy Tool: Some Design Considerations**, Finance and Economics Discussion Series 2015-010. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2015. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2015/files/2015010pap.pdf>> Acesso em 13/12/2018

GEITHNER, Timothy F. **Stress Test: Reflections on Financial Crises**. New York: Crown Publishing, 2014

GELZINIS, Gregg. Regulators' dangerous plan to carve up the Volcker Rule. **The American Banker**. 18 de junho de 2018. Disponível em <<https://www.americanbanker.com/opinion/regulators-dangerous-plan-to-carve-up-the-volcker-rule.>> Acesso em 13/10/2018

GETTER, Darryl. **U.S. Implementation of the Basel Capital Regulatory Framework. Congressional Research Service Report**. 09 de Abril de 2014. Disponível em <<https://fas.org/sgp/crs/misc/R42744.pdf>> Acesso em 15/10/2018

GINDIN, Sam; PANITCH, Leo. **The Making of Global Capitalism. The Political Economy of American Empire**. London: Verson books, 2012

GOLDBERG, L. (2010) **Is the International Role of the Dollar Changing?**, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues, vol. 16, n. 1, 2010. Disponível em <[http://www.newyorkfed.org/research/current\\_issues/ci16-1.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci16-1.pdf)> Acesso em 14/11/2018

GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT.FAQ: **What's Happening in Short-Term Rates**. Março de 2008. Disponível em <[https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/common/en/public/articles/2017/FAQ-What\\_Happening\\_in\\_short\\_term\\_rates.pdf?sa=n&rd=n](https://www.gsam.com/content/dam/gsam/pdfs/common/en/public/articles/2017/FAQ-What_Happening_in_short_term_rates.pdf?sa=n&rd=n)> Acesso em 14/12/2018

GORTON, Gary. **The History and Economics of Safe Assets," Annual Review of Economics**, vol 9(1), 2017, pages 547-586. Disponível em <<https://www.nber.org/papers/w22210>> Acesso em 27/11/2018

GOURINCHAS, Pierre-Olivier; JEANNE, Olivier. **Global safe assets. BIS Working Paper 399**. Dezembro de 2012. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/work399.pdf>> Acesso em 27/11/2018.

GOWAN, Peter. **A Roleta Global**. Rio de Janeiro: Record, 2003

\_\_\_\_\_. Crisis in the heartland: Consequences of the New Wall Street System. **New Left Review** 55, January-February 2009

GOLDBERG, Linda; KENNEDY, Craig; MIU, Jason. Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs. **Economic Policy Review**, Vol. 17, No. 1, May 2011. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1952113\\_code658905.pdf?abstractid=1952113&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1952113_code658905.pdf?abstractid=1952113&mirid=1)> Acesso em 09/10/2018

GRAD, D.; MEHRLING, P.; NEILSON, D. **The Evolution of Last-Resort Operations in the Global Credit Crisis**. SSRN Electronic Journal, 2011.

HALDANE, Andrew et al. QE: **The Story so far. Bank of England Staff Working Paper No. 624**. October, 2016. Disponível em <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2016/qe-the-story-so-far.pdf?la=en&hash=8F7A0D4F0C0E466AAC9A03325776C2A13AAF55F>> Acesso em 10/10/2018.

HARRIS, Alex; McCORMICK, Liz. The Death of Fed Funds? As Market Dries Up, FOMC Asks What Next. **Bloomberg**, 11 de dezembro de 2018. Disponível em <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-11/the-death-of-fed-funds-as-market-dries-up-fomc-asks-what-next>> Acesso em 13/12/2018

HELLEINER, Eric. **States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s**. New York: Cornell University Press, 1994

\_\_\_\_\_. Explaining the globalization of financial markets: Bringing states back in. *Review of International Political Economy*, v. 2, n. 2, p. 315-341, 1995.

\_\_\_\_\_. **The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown**. New York: Oxford University Press, 2014

\_\_\_\_\_. Still an extraordinary power after all these years: The US and the global financial crisis of 2008. In: GERMAIN, Randall. **Susan Strange and the Future of Global Political Economy - Power, Control and Transformation**. New York: Routledge, 2016

HELLEINER, Eric. and PAGLIARI, Stefano. (2011) **The End of an Era in International Financial Regulation? A Postcrisis Research Agenda**, *International Organization*, 65(1): 169–200.

HELLEINER, Eric.; PAGLIARI, Stefano. & SPAGNA, Irene. **Governing the World's Biggest Market: The Politics of Derivatives Regulation After the 2008 Crisis**. Oxford University Press, 2018

**INTERNATIONAL ECONOMY.** Summer Speaks. Fall, 2017. Disponível em <[http://www.international-economy.com/TIE\\_F07\\_Summers.pdf](http://www.international-economy.com/TIE_F07_Summers.pdf)> Acesso em 20/02/2019

IWATA, Kazumasa. Bilateral currency swaps: facility and risk. **East Asia Forum.** 24 de Outubro de 2018. Disponível em <<http://www.eastasiaforum.org/2018/10/24/bilateral-currency-swaps-facility-and-risk/>> Acesso em 08/11/2018

JOHNSON, Simon. **The Quiet Coup.** The Atlantic, maio de 2009. Disponível em <<http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/7364/>>. Acesso em 07/05/2012

JOHNSON, Simon; WEISS, Antonio. The Financial Stability Oversight Council: na Essential Role for the Evolving US Financial System. Peterson Institute for **International Economics Policy Brief.** May, 2017. Disponível em <<https://piie.com/publications/policy-briefs/financial-stability-oversight-council-essential-role-evolving-us>> Acesso em 15/10/2018

JOYCE, M. et al. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy - an Introduction\*. **The Economic Journal**, v. 122, n. 564, p. 271-288, 2012.

JUDGE, Kathryn. The First Year: The Role of a Modern Lender of Last Resort. **Columbia Law Review**, vol. 1116, n. 3. 2016.

KAISER, Robert. **Act of Congress: How America's Essential Institution Works, and How It Doesn't.** New York: Alfred A. Knopp, 2013. Versão epub.

KAMINSKA, Izabella. Something very significant is happening in repo. **Financial Times Alphaville.** 22 de março de 2016. Disponível em <<https://ftalphaville.ft.com/2016/03/22/2157236/something-very-significant-is-happening-in-repo/>> Acesso em 04/02/2019

KATZENSTEIN, P.; NELSON, S. **Reading the right signals and reading the signals right: IPE and the financial crisis of 2008.** Review of International Political Economy, v. 20, n. 5, p. 1101-1131, 2013.

KEATING, Thomas; MACCHIAVELLI, Marco. **Interest on Reserves and Arbitrage in Post-Crisis Money Markets, FEDS Notes.** Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, March 1, 2018 Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/interest-on-reserves-and-arbitrage-in-post-crisis-money-markets-20180301.htm>> Acesso em 10/12/2018

KELLER, Burton. SEC, Dodd Frank, Money Market Reform and FSOC: Connecting the Dots between the Acronyms. **Delta Data.** 29 de Abril de 2016. Disponível em <<https://www.deltadata.com/burtons-blog-sec-dodd-frank-money-market-reform-fsoc/>> Acesso em 19/10/2018

KIHARA, Leila. Six major central banks make currency swap accords permanent. **Reuters.** 31 de Outubro de 2013. Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-central-banks-swaps/six-major-central-banks-make-currency-swap-accords-permanent-idUSBRE99U0AJ20131031>> Acesso em 08/11/2018

KIRSHNER, Jonathan. **American Power after the Financial Crisis**. New York: Cornell University Press, 2014. Edição Kindle.

KNOWLEDGE@WHARTON. How Living Wills Can Work for ‘Too Big To Fail’ Firms The Wharton School, University of Pennsylvania 21 de Fevereiro de 2018. Disponível em <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/fdic-chair-living-wills-can-work-for-too-big-to-fail-firms/>> Acesso em 11/10/2018

KREGEL, J. **Regulação financeira nos Estados Unidos: Lei Dodd-Frank de reforma de Wall Street e proteção ao consumidor na perspectiva atual e histórica**. In: CINTRA, M.A.M.; GOMES, K. da R. (orgs). *As transformações no sistema financeiro internacional*. Brasília: IPEA, 2012.

LAYNE, C. ‘This Time It’s Real: The End of Unipolarity and the Pax Americana’, **International Studies Quarterly**, vol. 56, n.1, 2012: 203–13.

LEVY ECONOMICS INSTITUTE OF BARD COLLEGE. **Improving Governance of the Government Safety Net in Financial Crisis**. April, 2012. Disponível em <[http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr\\_04\\_12\\_wray.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr_04_12_wray.pdf)> Acesso em 08/10/2018

\_\_\_\_\_. **The Lender of Last Resort: A Critical Analysis of the Federal Reserve’s Unprecedented Intervention after 2007**. April, 2013. Disponível em <[http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr\\_4\\_13.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr_4_13.pdf)> Acesso em 08/10/2018

\_\_\_\_\_. **Reforming the Fed's Policy Response in the Era of Shadow Banking**. April, 2015. Disponível em <[http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr\\_4\\_15.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/rpr_4_15.pdf)> Acesso em 08/10/2018

LEWIS, C. Money Market Funds and Regulation. **Annual Review of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 25-51, 2016.

LEWIS, Michael. **A Jogada do Século - The Big Short**. Rio de Janeiro, Best Seller, 2011.

LITAN, Robert. The Political Economy of Financial Regulation after the Crisis. IN: BLINDER, A. et al. **Rethinking the Financial Crisis**. New York: Russell Sage Foundation, 2012.

LONG FINANCE. **The Global Financial Centres Index 15**. March, 2014. Disponível em <[https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI15\\_15March2014.pdf](https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI15_15March2014.pdf)> Acesso em 03/01/2019

LUND, Susan; MEHTA, Asheet; MANYIKA, James; GOLDSHTEIN, Diana. **A decade after the global financial crisis: What has (and hasn’t) changed?** Executive Briefing McKinsey Global Institute. August 2018. Disponível em <<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/a-decade-after-the-global-financial-crisis-what-has-and-hasnt-changed>> Acesso em 01/12/2018

MACKINTOSH, Stuart. **The Redesign of the Global Financial Architecture: Forums, Institutions, and State Power**. Tese de Doutorado, School of Geography, Politics and Sociology - Newcastle University, 2014. Disponível em <<https://theses.ncl.ac.uk/dspace/bitstream/10443/2419/1/Mackintosh,%20S.%202014.pdf>> Acesso em 29/01/2019

\_\_\_\_\_. **The Redesign of the Global Financial Architecture: The Return of State Authority.** London: Routledge, 2015

MARGLIN, Stephen; SCHOR, Juliet. **The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience.** New York: Oxford University Press, 1990

MARSHALL, John. **The financial crisis in the US: key events, causes and responses.** House of Commons Library Research Paper 09/34. April, 2009. Disponível em <<http://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/RP09-34/RP09-34.pdf>> Acesso em 08/10/2018

MATTHEWS, Nicola. **How the Fed Reanimated Wall Street - The Low and Extended Lending Rates that Revived the Big Banks.** Levy Economics Institute of Bard College Working paper no. 758. March, 2013. Disponível em <[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_758.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_758.pdf)> Acesso em 08/10/2018

MCDOWELL, D. 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.

McGUIRE, Patrick; von PETER, Gotz. **The US dollar shortage in global banking and the international policy response.** BIS Working Papers No 291. October 2009. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/work291.htm>> Acesso em 09/10/2018

MEHRLING, Perry. **The new Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort.** Princeton University Press: Princeton, 2011. Versão eletrônica PDF.

\_\_\_\_\_. **Re-thinking the lender of last resort.** BIS Papers no 79. setembro de 2014. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79i.pdf>> Acesso em 03/12/2018

\_\_\_\_\_. **Testing the global central bank swap network.** 31 de julho de 2015. Disponível em <<https://www.perrymehrling.com/2015/07/testing-the-global-central-bank-swap-network/>> Acesso em 08/11/2018

MIAN, Atif; SUFI, Amir. **House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again.** Chicago: University of Chicago Press, 2014.

MILANOVIC, Branco. **Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization.** The President and Fellows of Harvard College, 2016

MILLER, Eric. **2012 Global Outlook - Piecing Together or Falling to Pieces?** Credit Suisse. Dezembro de 2011. Disponível em <[https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&source\\_id=em&document\\_id=932631241&serialid=jM9q0YXAnJeurwyoxEn6RjL9NVRTTgKMMfroRYNFrmI%3d](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&source_id=em&document_id=932631241&serialid=jM9q0YXAnJeurwyoxEn6RjL9NVRTTgKMMfroRYNFrmI%3d)> Acesso em 27/11/2018

MILLER, Rich. Fed Can't Return to Old Money Market Ways Even If It Wants to. **Bloomberg**. 7 de maio de 2018. Disponível em <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-07/fed-can-t-return-to-old-money-market-ways-even-if-it-wants-to>> Acesso em 14/12/2018

MISHKIN, Frederic S; WHITE, Eugene. Unprecedented actions: the Federal Reserve's response to the global financial crisis in historical perspective," Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 209, **Federal Reserve Bank of Dallas**. 2014. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w20737.pdf>> Acesso em 08/10/2018

MOTT, Gregory. Fannie-Freddie Rise After White House Proposes Privatization. **Bloomberg**, 21 de junho de 2018. Disponível em <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-21/fannie-freddie-privatization-urged-as-part-of-white-house-plan>> Acesso em 18/10/2018

NASTERGARD, Emil. **Credit Rating Agencies and the First Amendment Defence in the US**. Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-17. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID2893564\\_code1560376.pdf?abstractid=2893564&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2893564_code1560376.pdf?abstractid=2893564&mirid=1)> Acesso em 13/10/2018

NELSON, Eshe; DETRIXHE, John. Ten years on from the start of the financial crisis, how the mighty have fallen. **Quartz**. 9 de agosto de 2017. Disponível em <<https://qz.com/1049884/ten-year-anniversary-of-the-financial-crisis-look-how-far-the-biggest-banks-at-the-time-have-fallen/>> Acesso em 01/12/2018

NILI, Yaron. Key Points from Congress's Roll-Back of the Swaps Push-Out. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation**. Disponível em <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/01/11/key-points-from-congresss-roll-back-of-the-swaps-push-out/>> Acesso em 13/10/2018.

NOMURA. **Normalizing the Fed's Balance Sheet**. Policy Watch - Global Markets Research. 31 de agosto de 2017. Disponível em <<https://ftalphaville-cdn.ft.com/wp-content/uploads/2017/09/15182134/LewAlexander.pdf>> Acesso em 10/10/2018.

OBAMA, Barack. **Renewing the American Economy**. Discurso proferido na Copper Union, Nova Iorque. 27 de março de 2008. Disponível em <<https://www.nytimes.com/2008/03/27/us/politics/27text-obama.html>> Acesso em 15/10/2018.

OBSTFELD, Maurice; SHAMBAUGH, Jay C.; TAYLOR, Alan M. **Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008**. American Economic Review, 99 (2): 480-86, 2009.

PAGLIARI, Stefano. **Public Salience and International Financial Regulation. Explaining the International Regulation of OTC Derivatives, Rating Agencies, and Hedge Funds**. Phd Thesis at the University of Waterloo. 2013. <Disponível em <https://uwspace.uwaterloo.ca/handle/10012/7344>> Acesso em 15/10/2018.

PAULSON, Henry. **On the Brink** - Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System. New York: Business Plus, 2010.

POTTER, Simon. **Money Markets after Liftoff: Assessment to Date and the Road Ahead.** Remarks at the 70th Anniversary Celebration of the School of International and Public Affairs at Columbia University, New York City. 22 de fevereiro de 2016. Disponível em <<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2016/pot160222>> Acesso em 13/12/2018

\_\_\_\_\_. **Money Markets at a Crossroads: Policy Implementation at a Time of Structural Change.** Remarks at the Master of Applied Economics' Distinguished Speaker Series, University of California, Los Angeles. 06 de abril de 2017. Disponível em <<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2017/pot170405>> Acesso em 16/12/2018

\_\_\_\_\_. **Confidence in the Implementation of U.S. Monetary Policy Normalization.** Remarks at the 23rd EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) Governors' Meeting. Manila, Philippines. 4 de agosto de 2018. Disponível em <<https://www.bis.org/review/r180823c.pdf>> Acesso em 14/12/2018

POZEN, Robert. Death knell sounds for risk retention in US mortgages. **The Financial Times.** 27 de fevereiro de 2018. Disponível em <<https://www.ft.com/content/f0c53634-188c-11e8-9e9c-25c814761640>> Acesso em 13/10/2018.

POZSAR, Zoltan. Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System. **IMF Working Papers**, v. 11, n. 190, p. 1, 2011.

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #1. **Credit Suisse Economics Research.** 07 de maio de 2015a. Disponível em <[https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&document\\_id=1048167391&source\\_id=emrna&serialid=ePoMbkNQvD3cFmVQrLOs4uunEOqBY8SRTC%2bV613VP5c%3d](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&document_id=1048167391&source_id=emrna&serialid=ePoMbkNQvD3cFmVQrLOs4uunEOqBY8SRTC%2bV613VP5c%3d)> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #2. **Credit Suisse Economics Research.** 28 de agosto de 2015b. Disponível em <[https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&document\\_id=1052207751&source\\_id=emrna&serialid=rcRxieirQxrwwIfT1nZ5ZLK%2bpKXNyA%2bUlcvglGXBsD0%3d](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&document_id=1052207751&source_id=emrna&serialid=rcRxieirQxrwwIfT1nZ5ZLK%2bpKXNyA%2bUlcvglGXBsD0%3d)> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #3. **Credit Suisse Economics Research.** 16 de dezembro de 2015c. Disponível em <<https://plus.credit-suisse.com/rpc4/ravDocView?docid=LKdian>> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #5. **Credit Suisse Economics Research.** 13 de abril de 2016a. Disponível em <[https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&document\\_id=1060091811&source\\_id=emcmt&serialid=6kOK62k2brRsDf2wXpet09oFz7BQArYk93VobPupfmk=>](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&document_id=1060091811&source_id=emcmt&serialid=6kOK62k2brRsDf2wXpet09oFz7BQArYk93VobPupfmk=>)> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #6. **Credit Suisse Economics Research.** 10 de junho de 2016b. Disponível em <<https://plus.credit-suisse.com/rpc4/ravDocView?docid=OOo6o0>> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #8. **Credit Suisse Economics Research**. 18 de novembro de 2016c. Disponível em <[https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document\\_id=1067001821&serialid=FdgDLSRBS51YJLr69%2bcO6H1iGqGyLNuzqEDE5DwoUt8%3d](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document_id=1067001821&serialid=FdgDLSRBS51YJLr69%2bcO6H1iGqGyLNuzqEDE5DwoUt8%3d)> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #9. **Credit Suisse Economics Research**. 11 de abril de 2017a. Disponível em <<https://plus.credit-suisse.com/rpc4/ravDocView?docid=V60tCF2AN-Ytr5>> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #10. **Credit Suisse Economics Research**. 01 de setembro de 2017b. Disponível em <<https://plus.credit-suisse.com/rpc4/ravDocView?docid=V7Zbbw2AN-WTBd>> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #14. **Credit Suisse Economics Research**. 30 de maio de 2018a. Disponível em <<https://ftalphaville.ft.com/longroom/files/CS%20Global%20Money%20Notes%2014.pdf>> Acesso em 15/12/2018

\_\_\_\_\_. Global Money Notes #15. **Credit Suisse Economics Research**. 13 de agosto de 2018b. Disponível em <[https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document\\_id=1080666931&serialid=uxu4DHel7n2R5Br18cCOIUNKnP4iDRYqyKi%2FVsV2aVc%3D&cspId=1766840450386075648](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=em&document_id=1080666931&serialid=uxu4DHel7n2R5Br18cCOIUNKnP4iDRYqyKi%2FVsV2aVc%3D&cspId=1766840450386075648)> Acesso em 15/12/2018

POZSAR, Zoltan. et al. **Shadow Banking**. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports - Staff Report No. 458. February, 2012. Disponível <[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr458.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf)> Acesso em 28/01/2019

PRASAD, Eswar. **The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance**. Princeton: Princeton University Press, 2015

PRATES, Daniela & FARHI, Maryse Farhi. The shadow banking system and the new phase of the money manager capitalism, **Journal of Post Keynesian Economics**, 37:4, 2015

PURNANANDAM, A. **Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis**. The Review of Financial Studies, Volume 24, Issue 6, 1 June 2011, Pages 1881–1915.

QUARLES, Randal. **Getting it right - factors for tailoring supervision and regulation of large financial institutions**. Discurso no American Bankers Association Summer Leadership Meeting, Salt Lake City, Utah, 18 July 2018. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/quarles20180718a.htm>> Acesso em 16/10/2018

RICHARDSON, Matthew. **Regulating Wall Street: The Dodd–Frank Act**. Economic Perspectives, Vol. XXXVI, No. 3, 2012.

RIVLIN, Alice; SOROUSHIAN, John. **Credit rating agency reform is incomplete**. The Brookings Institute. 6 de março de 2017. Disponível em <<https://www.brookings.edu/research/credit-rating-agency-reform-is-incomplete/>> Acesso em 13/10/2018.

RUGGIE, J. **International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order**. International Organization, v. 36, n. 02, p. 379, 1982.

RUSS, Hilary. Congress reclassifies U.S. muni bonds, likely to lower borrowing costs. **Reuters**. 22 de maio de 2018. Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-usa-house-banks-municipals/congress-reclassifies-u-s-muni-bonds-likely-to-lower-borrowing-costs-idUSKCN1IN35T>> Acesso em 13/10/2018

SAASTRY, Parinitha. The Political Origins of Section 13(3) of the Federal Reserve Act. **Economic Policy Review**, vol. 24, n.1. September 2018. Disponível em <[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2018/epr\\_2018\\_political-origins\\_sastry.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2018/epr_2018_political-origins_sastry.pdf)> Acesso em 08/10/2018

SARKAR, Asani. **Liquidity Risk, Credit Risk, and the Federal Reserve's Response to the Crisis**. Federal Reserve Bank of New York Staff Report no 389. September, 2009. Disponível em <[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr389.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr389.pdf)> Acesso em 09/10/2018

SCAGGS, Alexandra. Save the OFR. **Financial Times Alphaville**. 15 de Junho de 2017. Disponível em <<https://ftalphaville.ft.com/2017/06/15/2190167/save-the-ofr/>> Acesso em 15/10/2018.

\_\_\_\_\_. Cross-currency basis feels the BEAT. **Financial Times Alphaville**. 27 de março de 2018a. Disponível em <<https://ftalphaville.ft.com/2018/03/23/1521832181000/Cross-currency-basis-feels-the-BEAT/>> Acesso em 14/12/2018

\_\_\_\_\_. Turn the BEAT around. **Financial Times Alphaville**. 17 de Abril de 2018. Disponível em <<https://ftalphaville.ft.com/2018/04/17/1523955116000/Turn-the-BEAT-around/>> Acesso em 14/12/2018

SCHAWARZ, Daniel; ZARING, David. **Regulation by Threat: Dodd-Frank and the Nonbank Problem**. University of Chicago Law Review: Vol. 84: Iss. 4, Article 4, 2017. Disponível em <<https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol84/iss4/4>> Acesso em 16/12/2018

SCHEIBER, Noam. **The Escape Artist**. **The New Republic**. 10 de fevereiro de 2011. Disponível em <<https://newrepublic.com/article/83176/timothy-geithner-treasury-secretary>> Acesso em 13/10/2018.

SCHROEDER, Pete. Foreign banks carved out of Senate regulatory relief bill. **Reuters**. 7 de março de 2018. Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-usa-senate-banks/foreign-banks-carved-out-of-senate-regulatory-relief-bill-idUSKCN1GK05E>> Acesso em 17/10/2018

\_\_\_\_\_. Fed's Quarles suggests U.S. could cut foreign banks' capital requirements. **Reuters**. 16 de Maio de 2018. Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-usa-fed-capital/feds-quarles-suggests-us-could-cut-foreign-banks-capital-requirements-idUSKCN1IH2NK>> Acesso em 13/10/2018

SEGURA, Anatoli. Why did sponsor banks rescue their SIVs? **Review of Finance**, Volume 22, Issue 2, 1 March 2018, Pages 661–697.

SENDER, Henny. China to stick with US bonds. **The Financial Times**, 11 de fevereiro de 2009. Disponível em <<https://www.ft.com/content/ba857be6-f88f-11dd-aae8-000077b07658>> Acesso em 27/11/2018.

SERFATY, S. 'Moving into a Post-Western World', **The Washington Quarterly**, Vol. 43, n. 2, 2011: 7–23.

SERRANO, Franklin. “Do ouro imóvel ao dólar flexível” **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002

\_\_\_\_\_. Relações de Poder e Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível. In: FIORI, José Luis (Ed). **O Poder Americano**. Petrópolis, Editora Vozes, 2004

SINGH, Manmohan. Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications. **IMF Working Paper WP/11/256**. Novembro de 2011. Disponível em <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11256.pdf>> Acesso em 27/11/2018

SOROUSIAN, John. **Credit Ratings in Financial Regulation: What's Changed Since the Dodd-Frank Act** Office of Financial Research Brief Series. Abril, 2016. Disponível em <[https://financialresearch.gov/briefs/files/OFRbr\\_2016-04\\_Credit-Ratings.pdf](https://financialresearch.gov/briefs/files/OFRbr_2016-04_Credit-Ratings.pdf)> Acesso em 18/10/2018

SRINIVAS, Val. **Changes in US banks' country exposure over the last decade**. Deloitte. 10 de maio de 2017. Disponível em <<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/changes-in-us-banks-country-exposure.html>> Acesso em 01/12/2018

SRIVISTAVA, Spriha. Post-crisis, US banks have recovered while their European peers are still looking for ways to survive. **CNBC**. 12 de Julho de 2017. Disponível em <<https://www.cnbc.com/2017/07/12/banks-jpmorgan-fed-citigroup-rbs-deutsche-bank-wall-street-brexite-yellen.html>> Acesso em 01/12/2018

STANDARD & POORS. Chinese Banks Overshadow Western Counterparts In Latest Global Bank Rankings. **Standard & Poors Market Intelligence**. 17 de maio de 2018. Disponível em <<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/media-center/press-release/chinese-banks-overshadow-western-counterparts-in-latest-global-bank-rankings>> Acesso em 01/12/2018

STEPHENS, Philip. Populism is the true legacy of the global financial crisis. **Financial Times**. 30 de agosto de 2018. Disponível em <<https://www.ft.com/content/687c0184-aaa6-11e8-94bd-cba20d67390c>> Acesso em 15/12/2018

STEWART, Emily. Congress finally found something it can agree on: helping banks. **Vox**. 24 de Maio de 2018. Disponível em <<https://www.vox.com/policy-and-politics/2018/5/21/17376244/senate-banking-bill-house-sifi-dodd-frank>> Acesso em 11/10/2018.

STEWART, James. Volcker Rule, Once Simple, Now Boggles. **The New York Times**. 21 de Outubro de 2011. Disponível em <<https://www.nytimes.com/2011/10/22/business/volcker-rule-grows-from-simple-to-complex.html?pagewanted=all>> Acesso em 13/10/2018

STOKES, Doug. Achilles' deal: Dollar decline and US grand strategy after the crisis, **Review of International Political Economy**, vol. 21, n. 5, 2014: 1071-1094

STRANGE, Susan. **States and Markets**. London, Continuum, 1994

SWAGEL, P. **The Financial Crisis - An Inside View**. Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2009. Disponível em <[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2009/03/2009a\\_bpea\\_swagel.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2009/03/2009a_bpea_swagel.pdf)> Acesso em 20/02/2019

\_\_\_\_\_. Legal, Political, and Institutional Constraints on the Financial Crisis Policy Response. **Journal of Economic Perspectives**, v. 29, n. 2, p. 107-122, 2015.

TAVARES, Maria Conceição. “A retomada da hegemonia norte-americana”. In: TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luís (Eds). **Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização**. Petrópolis: Editora Vozes, 1998

TAVARES, Maria Conceição. MELIN, Luiz Eduardo. “Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana”. In: TAVARES, Maria da Conceição & FIORI, José Luís (Eds). **Poder e Dinheiro – Uma economia política da globalização**. Petrópolis: Editora Vozes, 1998

TAVARES, Maria Conceição; BELLUZO, Luiz Gonzaga. A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano. IN: FIORI, José Luis (org). **O Poder Americano**. Petrópolis, Editora Vozes, 2004, pp. 67-110

TARULLO, Daniel. **Regulatory Reform since the Financial Crisis**. Discurso proferido no Council on Foreign Relations C. Peter McColough Series on International Economics, New York, New York. 02 de maio de 2012. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20120502a.htm>> Acesso em 15/10/2018

\_\_\_\_\_. **Thinking Critically about Nonbank Financial Intermediation**. Discurso proferido no Brookings Institution, Washington, D.C. 17 de novembro de 2015. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20151117a.htm#fn5>> Acesso em 18/10/2018

\_\_\_\_\_. **Financial Regulation Since the Crisis**. Discurso proferido no Federal Reserve Bank of Cleveland and Office of Financial Research 2016 Financial Stability Conference, Washington, D.C. 02 de dezembro de 2016. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20161202a.htm>> Acesso em 15/10/2016.

\_\_\_\_\_. **Departing Thoughts**. Discurso proferido na The Woodrow Wilson School, Princeton University, Princeton, New Jersey. 04 de Abril de 2017. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20170404a.htm>> Acesso em 15/10/2018

THE ECONOMIST. **Ten Years On. Special Report on International Banking**. 6 de maio de 2017. Disponível em <<https://www.economist.com/special-report/2017/05/06/american-banks-have-recovered-well-many-european-ones-much-less-so>> Acesso em 01/12/2018

THRUSH, Glenn. Trump Vows to Dismantle Dodd-Frank ‘Disaster’. **The New York Times**. 30 de Janeiro de 2017. Disponível em <<https://www.nytimes.com/2017/01/30/us/politics/trump-dodd-frank-regulations.html>> Acesso em 11/10/2018.

TOOZE, Adam. **Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World**. New York: Penguin Books, 2018.

TORRES, Ernani Teixeira. A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo. **Revista de Economia Política**, vol. 34, nº 3 (136), pp. 433-450, julho-setembro, 2014

TURNER, Adair. **Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance**. Princeton University Press: Princeton, 2016

URPIA, Arthur. **O sistema financeiro dos EUA: da Glass-Steagall à Lei Dodd-Frank**. Tese de Doutorado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2015. Disponível em <[http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/TESE\\_VERSO\\_FINAL\\_Arthur\\_Gualberto\\_Urpia.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/TESE_VERSO_FINAL_Arthur_Gualberto_Urpia.pdf)> Acesso em 15/10/2018

WALLACH, Philip A. **To the Edge: Legality, Legitimacy, and the Responses to the 2008 Financial Crisis**. Washington: Brookings Institution Press, 2015.

WALLINSON, Peter. FSOC Lacks Credibility in Designating SIFIs. **The American Banker**. 30 de Junho de 2014. Disponível em <<https://www.americanbanker.com/opinion/fsoc-lacks-credibility-in-designating-sifis>> Acesso em 11/10/2018.

WALTER, John R. The 3-6-3 Rule: An Urban Myth? **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume**, 92/1 Winter 2006

WEBEL, Baird. Troubled Asset Relief Program (TARP): Implementation and Status. **Congressional Research Service**. 27 de junho de 2013. Disponível em <<https://fas.org/sgp/crs/misc/R41427.pdf>> Acesso em 10/10/2018.

WEBEL, Baird; CANIS, Bill. Government Assistance for GMAC/Ally Financial: Unwinding the Government Stake. **Congressional Research Service**. 26 de fevereiro de 2015. Disponível em <<https://fas.org/sgp/crs/misc/R41846.pdf>> Acesso em 08/10/2018

WESSEL, D. **In Fed We Trust**. New York: Three Rivers Press, 2010.

WILLIAMSON, V.; SKOCPOL, T.; COGGIN, J. The Tea Party and the Remaking of Republican Conservatism. **Perspectives on Politics**, v. 9, n. 01, p. 25-43, 2011.

WILSON, Linus. **Broken Bucks: Money Funds that Took Taxpayer Guarantees in 2008**. 2 de janeiro de 2013. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2195358>> Acesso em 15/12/2018

WINECOFF, W. Structural power and the global financial crisis: a network analytical approach. **Business and Politics**, v. 17, n. 03, p. 495-525, 2015.

WOLF, Martin. The rescue of Bear Stearns marks liberalisation's limit. **Financial Times**, 25 de Março de 2008. Disponível em <<https://www.ft.com/content/8ced5202-fa94-11dc-aa46-000077b07658>> Acesso em 25/10/2018

\_\_\_\_\_. Why so little has changed since the financial crash. **Financial Times**, 04 de setembro de 2018. Disponível em <<https://www.ft.com/content/c85b9792-aad1-11e8-94bd-cba20d67390c>> Acesso em 29/01/2019

WOOLDRIDGE, Philip. Central clearing predominates in OTC interest rate derivatives markets. **BIS Quarterly Review**, December 2016. Disponível em <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1612r.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1612r.htm)> Acesso em 13/10/2018.

\_\_\_\_\_. Central clearing makes further inroads. **BIS Quarterly Review**, June 2017. Disponível em <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1706y.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1706y.htm)> Acesso em 13/10/2018.

WRAY, L. Randall. **Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis**. Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 661. March, 2011. Disponível em <[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_661.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_661.pdf)> Acesso em 22/01/2019

XINBO, W. (2010) Understanding the Geopolitical Implications of the Global Financial Crisis, **The Washington Quarterly**, vol. 33, n. 4, 2010: 155–63