

Gabriel Basso de Figueiredo

**HEGEMONIA, PODER E REGULAÇÃO:  
OS CONDICIONAMENTOS DA FINANÇA ESTADUNIDENSE  
SOBRE A REGULAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO  
INTERNACIONAL (1974 - 2008)**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina para a obtenção do Grau de Mestre em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Jaime Cesar Coelho.

Florianópolis  
2019

DE FIGUEIREDO, Gabriel Basso

Hegemonia, Poder e Regulação : Os Condicionamentos da Finança Estadunidense Sobre a Regulação do Sistema Bancário Internacional (1974 - 2008) / Gabriel Basso DE FIGUEIREDO ; orientador, Jaime Cesar Coelho, 2019.

197 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais, Florianópolis, 2019.

Inclui referências.

1. Relações Internacionais. 2. HEGEMONIA AMERICANA. 3. REGULAÇÃO FINANCEIRA. 4. SISTEMA BANCÁRIO INTERNACIONAL. 5. ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL.

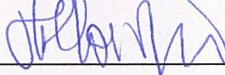
I. Cesar Coelho, Jaime. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais. III. Título.

Florianópolis  
Gabriel Basso de Figueiredo

**HEGEMONIA, PODER E REGULAÇÃO: OS CONDICIONAMENTOS DA FINANÇA  
ESTADUNIDENSE SOBRE A REGULAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO  
INTERNACIONAL (1974 - 2008)**

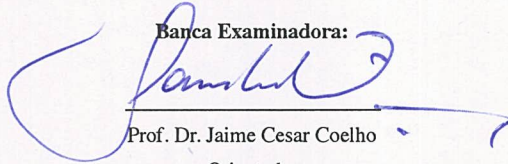
Esta Dissertação foi julgada adequada para a obtenção do Título de Mestre e aprovada em sua  
forma final pelo Programa de Pós-Graduação e Relações Internacionais da Universidade  
Federal de Santa Catarina

Florianópolis, 27 de março de 2019



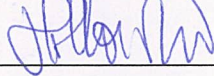
Prof. Dr. Helton Ricardo Ouriques  
Coordenador do Curso

**Banka Examinadora:**

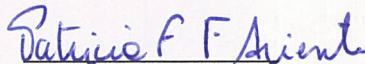


Prof. Dr. Jaime Cesar Coelho  
Orientador

Universidade Federal de Santa Catarina



Prof. Dr. Marcos Antonio Macedo Cintra  
Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada



Prof.ª Dr.ª Patrícia Fonseca Ferreira Arienti  
Universidade Federal de Santa Catarina



Prof. Dr. Sebastião Velasco e Cruz

Universidade Estadual de Campinas

Prof. Dr. Helton Ricardo Ouriques  
Coordenador  
Programa de Pós-Graduação em  
Relações Internacionais  
Port. 1184/2017/GR

Prof. Dr. Helton Ricardo Ouriques  
Coordenador  
Programa de Pós-Graduação em  
Relações Internacionais  
Port. 1184/2017/GR



Este trabalho é dedicado a todos que  
cerram fileiras na luta contra o  
obscurantismo e a reação.



“A história da finança foi movimentada e as incertezas de seu próprio itinerário não são nada em comparação às atribuições dos povos do mundo que resultaram da alternância dos episódios de afirmação e recuo de seu poder.”  
(Gerard Duménil e Dominique Lévy, 2010)

“A supremacia de um grupo social se manifesta de dois modos, como ‘domínio’ e como ‘direção intelectual e moral’. Um grupo social domina os grupos adversários, que visa a ‘liquidar’ ou a submeter inclusive com a força armada, e dirige os grupos afins e aliados.”  
(Antonio Gramsci, 2002).

“Why did the central bankers come to focus on bank capital adequacy? It was not apparent in 1982 that international regulations should focus on this issue at all. Other ideas were presented to the central bankers, and the impediments to a single capital adequacy standard seemed enormous. But capital adequacy satisfied both the international and the domestic concerns of the Federal Reserve Board and the Bank of England. It would strengthen the international payments system without placing the American or British banks at a competitive disadvantage, and it would maintain the primacy of New York and London over Tokyo and Brussels as the centers in which fundamental decisions concerning the payments system were made. From an objective or "scientific" perspective, capital adequacy was not necessarily the best issue on which to focus regulatory attention. But capital adequacy was the regulatory issue that could be most effectively advanced in the face of both systemic and domestic constraints.”  
(Ethan B. Kapstein, 1992).





## RESUMO

Inserindo-se no campo de estudos da Economia Política Internacional, a presente pesquisa trata das relações de poder que envolveram o processo de regulação do sistema bancário internacional sob a hegemonia da finança norte-americana entre os anos de 1974 e 2008. Partindo do pressuposto de que o processo de regulação é essencialmente informado por relações de poder e de que seus *outputs* tem o condão de redefinir as configurações de custos e benefícios num determinado sistema de interações, afetando diretamente o grau de autonomia e a distribuição de poder e riqueza entre as partes envolvidas, no curso da presente pesquisa testa-se a hipótese de que a constituição do regime regulatório inaugurado sob os auspícios do Comitê da Basileia não resultou em soluções ótimas desenvolvidas segundo uma racionalidade fundamentalmente técnica e promovidas mediante a cooperação financeira internacional com a finalidade de mitigar externalidades negativas e proporcionar ganhos mútuos. Mas sim de relações concretas de poder informadas por condições históricas específicas, no caso, determinadas pela ascensão hegemônica da alta finança estadunidense, que tenderam a produzir soluções subótimas, definidas segundo interesses vinculados a conservação da posição privilegiada dos Estados Unidos na hierarquia do sistema de Estados e promovidas a partir da associação entre o poder mobilizado por essa fração de classe dirigente e o aparelho de Estado norte-americano.

**Palavras-chave:** Hegemonia Americana. Regulação Financeira. Sistema Bancário Internacional.



## ABSTRACT

Inserting in the field of the International Political Economy, this research deals with the relations of power that involved the process of regulation on the international banking system under the hegemony of the American finance between the years of 1974 and 2008. Starting from the presupposition of that the regulation process is essentially informed by power relations and that its outputs have the power to redefine the cost and benefit settings in a particular system of interactions, directly affecting the degree of autonomy and the distribution of power and wealth between the parties, the present research tests the hypothesis that the constitution of the regulatory regime inaugurated under the auspices of the Basel Committee did not result in optimal solutions developed in a fundamentally technical rationality promoted through international financial cooperation with the aim of mitigating negative externalities and provide mutual gains. But rather on concrete relations of power informed by specific historical conditions, in this case determined by the hegemonic rise of high American finance, which tended to produce suboptimal solutions, defined according to interests linked to the preservation of the privileged position of the United States in the hierarchy of the state system and promoted from the power

**Keywords:** American Hegemony. Financial Regulation. International Banking System



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
<b>2</b>	<b>A ASCENSÃO DA FINANÇA ESTADUNIDENSE (1890-1929)</b>	<b>19</b>
2.1	A GÊNESE DA FINANÇA ESTADUNIDENSE (1890-1929)	21
2.2	AVANÇOS E LIMITAÇÕES À INTERNACIONALIZAÇÃO DA FINANÇA ESTADUNIDENSE ....	50
<b>3</b>	<b>O INTERREGNO DA FINANÇA (1933 - 1969).....</b>	<b>67</b>
3.1	A CONSTRUÇÃO DE CAPACIDADES INSTITUCIONAIS E A REDEFINIÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA ESTADUNIDENSE SOB O NEW DEAL .....	67
3.2	O RESTABELECIMENTO DAS CONDIÇÕES DA ACUMULAÇÃO DE CAPITAL EM ESCALA EM ESCALA GLOBAL SOB BRETTON WOODS .....	83
<b>4</b>	<b>A REGULAÇÃO INTERBANCÁRIA GLOBAL SOB A HEGEMONIA DA FINANÇA (1974 - 2008).....</b>	<b>95</b>
4.1	“DESATANDO AS AMARRAS” E “RENASCENDO DAS CINZAS”: A REEMERGÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL .....	96
4.2	CRISE E SUPERVISÃO PRUDENCIAL NO SISTEMA INTERBANCÁRIO GLOBAL (1974-1984).....	109
4.3	CRISE E CONFORMAÇÃO REGULATÓRIA NO SISTEMA INTERBANCÁRIO GLOBAL (1984-1998).....	125
4.4	CRISE E CONSERVAÇÃO REGULATÓRIA (1996-2008)	153
4.4.1	Rumo a Autorregulação Conforme Práticas de Mercado: A Emenda de Risco de Mercado (1996) e Basiléia II (2004) .....	155
4.4.2	Crise e Conservação sob Basiléia III.....	171
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>185</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>191</b>



## 1 INTRODUÇÃO

Inserindo-se no campo de estudos da Economia Política Internacional, a presente pesquisa trata das relações de poder que envolveram o processo de regulação do sistema bancário internacional sob a hegemonia da finança norte-americana entre os anos de 1974 e 2008.

Essa iniciativa justifica-se pelo fato de que a ascensão hegemônica da finança estadunidense a partir da década de 1970 foi acompanhada pela conformação de um regime regulatório específico para o sistema bancário em processo de internacionalização.

Em 1930 o Bank for International Settlements (BIS) foi constituído com a finalidade de gerenciar o pagamento das reparações de guerra impostas à Alemanha em função da Primeira Guerra Mundial (1914-1918) e de promover a cooperação internacional entre os bancos centrais dos países que integravam a instituição (BORIO; TONIOLO, 2008). Para além dessas atribuições formais, paulatinamente o BIS passou a funcionar como espaço de mobilização e transmissão dos interesses da alta finança estaunidense.

Nesse sentido, os representantes dessa singular fração de classe não pouparam esforços para dotar a instituição da legitimidade e das capacidades necessárias à instrumentalização de seus interesses. No início da década de 1930, enquanto a administração Herbert Hoover assumia uma postura vacilante em relação a integrar ou não o BIS, grandes banqueiros americanos assumiram a dianteira das negociações dos créditos de guerra (SIMONS, 1993). Na década seguinte, no curso das negociações que antecederam a Conferência de Bretton Woods (1944), a comunidade financeira de Nova York opôs-se firmemente às iniciativas de liquidar o BIS, procurando preservar o que, nas palavras de Eric Helleiner (1994), até então havia funcionando como bastião da ortodoxia monetária.

Apesar das investidas da alta finança estadunidense, até a década de 1970 o BIS seguiu desempenhando um papel marginal na regulação do sistema financeiro internacional, funcionando essencialmente como uma instância de transmissão de expertise técnica e de intercâmbio de informações entre os altos burocratas dos bancos centrais das potências capitalistas que o integravam (HELLEINER, 1994; KAPSTEIN, 1989; 1991; 1994; BORIO; TONIOLO, 2008).

Com a ascensão hegemônica da finança estadunidense sobre os escombros da ordem financeira vigente desde Bretton Woods a situação

foi modificada. As funções desempenhadas pelo BIS foram paulatinamente deslocadas de uma posição marginal para o centro da regulação financeira internacional (KAPSTEIN, 1994) com a constituição do Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) ou Comitê da Basileia, ao qual tribuiu-se a competência para definir padrões regulatórios a serem observados pelas instituições bancárias que operavam internacionalmente.

Nesse sentido, Helleiner (1994) chegou a utilizar o termo “BIS-centered regime” para referir-se ao novo papel desempenhado pelo BIS na cooperação financeira internacional, ao passo que Claudio Borio e Gianni Toniolo (2008, p. 50) classificaram o BIS como “one of the main players shaping the so-called new international financial architecture”.

Para além da correlação entre a ascensão hegemônica da finança estadunidense e a renovação das funções e atribuições desempenhadas no âmbito do BIS, outras questões tem despertado o interesse dos investigadores no campo da Economia Política Internacional.

O BCBS sequer possui personalidade jurídica própria, funciona oficialmente como um fórum informal cujas definições não são formalmente cogentes, não resultam de acordos internacionais legalmente vinculantes (*hard law*) e devem ser “voluntariamente” efetivadas por meio da adequação legal dos marcos normativos domésticos dos países vinculados a instituição (*soft law*). Apesar disso, O BCBS funciona como uma instância regulatória *de fato* (GOODHART, 2011; BORIO; TONILO, 2008).

Esses aspectos despertam interesse sobretudo porque o processo regulatório tem o condão de redefinir as configurações de custos e ganhos num determinado sistema de interações, afetando diretamente o grau de autonomia e a distribuição de poder e riqueza entre as partes envolvidas (COELHO, 2012; DAVIES; GREEN, 2008) constituindo-se, portanto, como uma dimensão extremamente sensível da economia e da política internacional.

Alguns autores explicam a emergência desse aparato regulatório como uma função da necessidade de coordenar a prevenção e o saneamento das crises financeiras internacionais inerentes ao próprio dinamismo das finanças, de modo a garantir alguma estabilidade ao processo de acumulação financeira (HELLEINER, 1994).

Essa interpretação é, no entanto, apenas parcialmente correta na medida em que capta apenas a “função estabilizadora” da regulação financeira internacional, enfatizando as dimensões preventiva e saneadora do processo regulatório, mas deixa de apreender a “função



poder” subjacente ao processo de formulação das regras que definem as formas e limites da acumulação financeira.

Apesar da apologia frequentemente evocada pelo mainstream sobre os supostos benefícios resultantes dessa forma de cooperação financeira internacional – como a redução dos custos de transação, mitigação da assimetria de informações, provisão de estabilidade sistêmica, etc. – a definição de padrões regulatórios *não* são o resultado de soluções ótimas desenvolvidas segundo uma racionalidade puramente técnica, mas *sim* de relações concretas de poder informadas por condições históricas específicas.

Assim, partindo de uma perspectiva que procura analisar o processo regulatório como função das relações de poder estabelecidas internacionalmente, propõe-se investigar nessa pesquisa tanto os condicionamentos historicamente exercidos pela alta finança estadunidense na institucionalização desse regime regulatório específico, quanto a função desempenhada por esse mesmo regime na promoção e conservação da hegemonia da finança estadunidense na ordem global.

Para tanto, analisa-se no presente trabalho a constituição e posterior ascensão da alta finança estadunidense a partir do dinamismo experimentado pela economia americana e das modificações das sucessivas correlações de forças estabelecidas no interior do complexo Estado-sociedade civil entre o último quarto do século XIX e as três primeiras décadas do século XX. Depois, passa-se à abordagem da construção das condições e capacidades institucionais que, após o interregno das finanças, mostrar-se-iam fundamentais para a promoção da internacionalização e hegemonia da finança na ordem global no segundo quarto do século XX. Por fim, desenvolve-se uma interpretação sobre como a mobilização de capacidades estatais em função dos interesses da hegemonia dessa fração de classe condicionou o processo de construção do regime regulatório pertinente ao sistema bancário internacional.



## 2 A ASCENSÃO DA FINANÇA ESTADUNIDENSE (1890-1929)

A terminologia “finança” tem sido empregada por Gerard Duménil e Dominique Lévy (2010, p. 187) para referir-se à unidade organicamente constituída pela “fração superior da classe capitalista” que emergiu nos Estados Unidos de forma mais nítida durante a transição entre os séculos XIX e XX e pelo “conjunto de instituições” por meio das quais essa fração de classe exerceu e continua a exercer seu poder<sup>1</sup>, de modo a influir decisivamente na operacionalização dos “mecanismos econômicos segundo seus objetivos e interesses”<sup>2</sup>.

Sendo assim, foi “no processo de sua própria constituição em classe para si”, isto é, no processo de tomada de consciência das singularidades que a distinguem das demais classes, que esta fração de se articulou “estruturalmente às instituições financeiras”, conformando-se a finança enquanto agente “tanto econômico como político, em ação na história do capitalismo” (DUMÉNIL; LÉVY, 2010, p. 185-187).

Essa definição empregada por Duménil e Lévy (2010, p. 185-187) possibilita a superação tanto das abordagens fundadas na suposta oposição entre “Estados e mercados”, quanto das perspectivas que tomam a finança como um “conjunto de instituições que domina o capitalismo contemporâneo fora das relações sociais”, omitindo as relações de classe que constituem endogenamente a dinâmica capitalista e que terminam repercutindo também na estrutura de poder do Estado.

Nesse sentido, cabe indicar desde logo que o escopo da finança e suas relações tanto com as demais frações de classe, quanto com as estruturas institucionalizadas de exercício do poder estatal variaram no

---

<sup>1</sup> "Instituições" nesse caso recebe um significado amplo, podendo abranger desde as instituições bancárias privadas e as instituições estatais constitutivas do sistema financeiro doméstico, como o Federal Reserve no caso estadunidense, até as instituições não bancárias internacionais, como o International Monetary Fund (IMF) (DUMÉNIL; LÉVY, 2010, p. 187). A definição é especialmente útil tendo em vista seu potencial explicativo sobre as relações entre classes, poder e instituições, desenvolvida no curso da presente exposição.

<sup>2</sup> Nesses termos, a finança não deve ser confundida com a “financeirização”, nem mecanicamente identificada com o “setor financeiro” (embora determinadas instituições que compõe o setor financeiro figurem como elementos constitutivos da finança) e nem entendida em termos de uma *necessária* oposição entre capital financeiro e as demais formas de capital (industrial, comercial, etc.) (DUMÉNIL; LÉVY, 2010).

curso da história – conforme se demonstrará ao longo dessa apresentação. Em determinados períodos, verificou-se um avanço da finança sobre as instâncias de tomada de decisão que conformam o aparelho de Estado; em outros, houveram retrações do processo de ocupação dos espaços institucionalizados de poder. Da mesma forma, sob determinadas conjunturas assistiu-se à formação de consensos e agregações entre a finança e outras frações da classe capitalista; em outros momentos, divergências sobre percepções e interesses implicaram cisões e disputas pelos espaços institucionalizados de poder ou pela definição do direcionamento político da estrutura estatal (PANITCH; GINDIN, 2011).

Tendo identificado o principal agente da narrativa que se pretende construir ao longo desse trabalho, caberia indagar sobre qual a melhor forma de apresentá-lo ao leitor. Quanto a essa questão, um expediente útil remete a abordagem desenvolvida por Martijn Konings (2009) sobre dois aspectos das especificidades institucionais que definiram historicamente a gênese e a ascensão da finança americana.

O primeiro aspecto remete ao fato de que o desenvolvimento histórico da finança estadounidense foi marcado por um elevado grau de politização sobre os temas financeiros entre a sociedade civil americana que se traduziu em marcantes disputas políticas pela definição de sua forma institucional<sup>3</sup>. O segundo, por sua vez, refere-se a orientação substancialmente doméstica do processo de construção da estrutura financeira americana: “[...] the institutional specificities of American finance are intricately bound up with the fact that, for most of its history, American finance was a purely domestic and highly politicized affair” (KONINGS, 2009, p. 49-50).

---

<sup>3</sup> Nesse sentido, tomando como base o embate entre Thomas Jefferson e Alexander Hamilton sobre o estabelecimento do sistema bancário dos Estados Unidos a partir da criação do Bank of the United States, Kwak e Johnson (2011) expõem, por exemplo, a constante tensão, que perduraria historicamente, entre a suspeita sobre grandes e poderosos bancos e a defesa da constituição de pequenos bancos regionais – que ficou conhecida Jefferson’s Legacy – e a “inclinação Hamiltoniana” em privilegiar um sistema financeiro grande e centralizado em função da necessidade de viabilizar o crescimento da economia americana. Partindo dessa “tensão original”, os autores analisam ainda as disputas entre Andrew Jackson e Nicholas Biddle que ficou conhecida como “Bank War” durante a primeira metade do século XIX e as disputas entre a comunidade financeira de Nova York e membros do Partido Democrata como Woodrow Wilson, Charles Lindbergh e Louis Brandeis em torno da fundação do Federal Reserve System no início do século XX.

Por isso, analisar a constituição e o desenvolvimento da alta finança estadunidense exige o exame da própria dinâmica econômica interna dos Estados Unidos, especialmente no que se refere as sucessivas correlações de força que prevaleceram no interior da sociedade civil americana no curso do último século e meio.

Promover uma descrição exaustiva da história econômica dos Estados Unidos seria, no entanto, inviável. Portanto, o que se propõe realizar nesse capítulo é a identificação dos agentes, instituições e processos que definiram de forma mais imediata o desenvolvimento da finança estadunidense, analisando-se especificamente a dimensão financeira dessa evolução histórica e as repercussões desse desenvolvimento sobre a estrutura estatal (constituição e aperfeiçoamento de capacidades estatais) e sobre a composição dessa fração de classe específica.

Para tanto, o presente capítulo divide-se em duas subseções. Na primeira, analisa-se a emergência da alta finança enquanto fração de classe a partir do dinamismo experimentado pela economia americana e das modificações da correlação de forças estabelecida no interior da sociedade civil norte-americana entre o último quarto do século XIX e as três primeiras décadas do século XX. Ao longo da segunda subseção, por sua vez, apresentam-se as iniciativas e limitações da expansão da finança americana no plano internacional, além de elaborar-se uma breve síntese sobre o descompasso estabelecido entre o dinamismo doméstico experimentado pela acumulação financeira nos Estados Unidos que alimentava, portanto, o crescente poder da finança estadunidense no plano doméstico, e o ainda limitado nível de internacionalização das práticas e dos mercados financeiros estadunidenses.

## 2.1A GÊNESE DA FINANÇA ESTADUNIDENSE (1890-1929)

A partir do trabalho desenvolvido por Duménil e Lévy (2010; 2014), depreende-se que a constituição da “grande finança” estadunidense enquanto classe distintiva deu-se em função de duas principais ordens de transformações experimentadas nos Estados Unidos durante a transição entre os séculos XIX e XX, definidas pelos mencionados autores como “revoluções” das formas societárias

(“revolução corporativa”) e do setor financeiro (“revolução financeira”)<sup>4</sup>.

De um lado, essa abordagem enfatiza a relevância da base material, isto é, técnico-produtiva, sobre a qual ancorou-se o desenvolvimento da alta finança americana. Nesse mesmo sentido, José Carlos Souza Braga e Marcos Antonio Macedo Cintra (2005, p. 255) descrevem que o poder econômico mobilizado pelos interesses financeiros deve ser explicado pela relação de interdependência estabelecida entre as finanças e a produção, na medida em que foi a partir da “base produtiva” estadunidense que engendrou-se, no curso do século XX, “uma economia nacional com grandes grupos” que passaram a liderar “a acumulação de capital” e a dar impulso à “inovação industrial e financeira”.

Por outro lado, essa abordagem também coloca em relevo a dinâmica de conflito subjacente ao processo histórico de ascensão da finança, que passa a ser entendido como produto do desenvolvimento das correlações de força estabelecidas entre diferentes frações de classe, portadoras materiais de determinados interesses, que conformaram historicamente a sociedade civil americana.

Por fim, a mencionada abordagem também coloca em destaque a dimensão institucional das transformações sócio-históricas, na medida em que compreende as instituições tanto como veículos por meio do quais concentram-se e traduzem-se determinadas percepções e interesses de classe; quanto como dimensão integrante do próprio poder político mobilizado pelas diferentes frações de classes cujos interesses estão colocados em disputa.

Justificada a decisão em favor da abordagem teórica desenvolvida por Duménil e Lévy (2010; 2014), analisa-se adiante cada um desses processos.

Nos estados localizados entre o atlântico norte e o meio-oeste dos Estados Unidos, onde predominava a “propriedade individual ou familiar, diretamente submetida à vigilância dos proprietários” (DUMÉNIL; LÉVY 2010, p. 198), na qual atividades agrícolas em

---

<sup>4</sup> Duménil e Lévy (2010; 2014) ainda mencionam a revolução das formas de gestão da grande empresa moderna ou “revolução gerencial”. No âmbito da presente pesquisa, no entanto, entende-se as transformações que culminaram na conformação de uma classe gerencial mais enquanto produto das duas principais transformações precedentes do que como causa independente da constituição da alta finança. A mencionada “revolução gerencial” é tratada nesses termos ao final a presente subseção.

pequena escala, organizadas segundo modelos de produção familiar, eram desenvolvidas pela maioria dos cidadãos brancos sob a condição de produtores independentes, conformou-se um mercado competitivo, que progressivamente promoveu a agroindustrialização dessas regiões, gerando excedentes que passaram a ser aplicados na melhoria das técnicas de produção, na ampliação das indústrias de processamento e na construção de um sistema urbano que sustentava essa crescente estrutura produtiva<sup>5</sup> (LIND, 2013; PANITCH; GINDIN, 2013).

Além disso, em decorrência da escassez e da mobilidade da mão de obra qualificada em função da grande oferta de terras cultiváveis e da relativa facilidade com a qual se podia dar início a empreendimentos agrícolas próprios, constituiu-se outro elemento central na distintiva matriz socioeconômica de desenvolvimento dos Estados Unidos: um

---

<sup>5</sup> Para uma descrição histórica mais detalhada, cabe mencionar o seguinte trecho, elaborado por Michael Lind (2013, p. 119-122): “In the generation before the Civil War, the United States became three regional societies, each with its own distinctive economy. [...]. New England was the most advanced, an industrializing nation within a nation. [...]. An agrarian America, not a commercial and industrial America, was the utopia of Thomas Jefferson and his allies and followers. It was the Midwest, not the South, that was to come closer than any other American region to fulfilling Jefferson’s vision of a democratic republic of yeoman farmers. [...]. A virtuous circle underlay midwestern development. The absence of slavery meant that farmers had to rely on wage labor, which was expensive. That gave them an incentive to invest in labor-saving technology [...]. Many farmers could afford such investments because of their success in raising cash crops for national and international markets. The family farmers of the Midwest also benefited from a supportive financial system, which allowed eastern bankers to finance midwestern farm mortgages. Social equality reinforced the greater economic equality and mobility of the antebellum Midwest and North. [...]. The third of the regional economies in the antebellum United States was that of the South. While northern reformers denounced its slavery-based social order as a relic of feudalism, the southern economy was quite modern, specializing in the supply of cotton, the essential raw material for the first mechanized global industry, the British textile industry. Cotton was to the global industrial economy of the nineteenth century what oil became to the machine civilization of the twentieth. In each case, reactionary oligarchs who controlled the indispensable material required by industry—the southern planters [...]—were able to enrich their class while holding off the forces of political and social modernization in the territories they controlled.”

proletariado remunerado por salários relativamente altos<sup>6</sup> (PANITCH; GINDIN, 2013).

Paralelamente, apesar da narrativa amplamente difundida que busca associar o desenvolvimento capitalista norte-americano ao *laissez-faire*, os parâmetros desse ambiente doméstico altamente competitivo foram mantidos em função da ação governamental, que estabelecia proteções tarifárias ao mercado interno e investia, coordenava ou atuava diretamente no desenvolvimento de produtos, métodos de produção, implementação tecnológica e sistemas de informação e de controle de gestão<sup>7</sup> (LIND, 2013; PANITCH; GINDIN, 2013).

Devido aos incentivos proporcionados pelo Estado americano e pelo crescimento extensivo dos Estados Unidos, tanto em função da ampliação do domínio territorial formalmente sob a soberania americana, quanto pela construção de acessos aos mercados internacionais, a intensidade concorrencial que caracterizava os setores e

---

<sup>6</sup> Sobre a importância desse proletariado remunerado por salários relativamente altos: “Moreover, as early as the 1850s workers in the new cities and towns became significant mass consumers of standardized goods, adding another key element in the distinctive socio-economic matrix of American development: a relatively high-wage proletariat. The fact that by mid-century wages in the US were more than double those in Britain contributed strongly to pulling in the vast pools of labor that were simultaneously being pushed out by unemployment in Europe. [...]. The shortage, and the mobility, of skilled labor was a key background factor here, reinforced by the bargaining power that an abundance of land and the possibility of starting a family farm gave to workers in the labor market, at least initially.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 27).

<sup>7</sup> Quanto a importância da atuação governamental no processo de desenvolvimento econômico estadunidense nesse período, cabe mencionar os seguintes trechos: “Two other factors reinforced this trend. One was the system of protective tariffs that, in spite of Northern merchant and Southern planter opposition, was in place from the 1820s onwards. Another was the initiation and coordination by the federal government, acting through the War Department’s federal armory, of new production methods using interchangeable parts, precision gauges, specialist machines operated by relatively unskilled labor, and management control information systems—the ‘American System of Manufacturing’ so much admired in Europe by the middle of the nineteenth century.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 27). Nesse mesmo sentido: “The modernization of the American economy between the 1890s and the 1930s was not solely the work of the private sector. In agriculture, radio, and aviation, the federal government acted as inventor, entrepreneur, and investor, in a return to the mixed-enterprise tradition of the early American republic.” (LIND, 2013, p. 203).



regiões mais modernas do mercado doméstico estadunidense e as limitações ao grau de exploração da força de trabalho determinaram o desenvolvimento de uma produção intensiva em capital que proporcionava elevados rendimentos. Esses rendimentos, por sua vez, eram geralmente reinvestidos no desenvolvimento de inovações tecnológicas e organizacionais, impulsionando, assim, um ciclo virtuoso de crescimento (PANITCH; GINDIN, 2013).

Mesmo antes da Guerra Civil, as empresas americanas já eram líderes mundiais na produção em massa de máquinas ferramenta, armas, ceifeiras e máquinas de costura (PANITCH; GINDIN, 2013) e, ainda no final do mesmo século XIX, estavam na vanguarda de quase todas as indústrias intensivas em tecnologia, possibilitando a produção de uma quantidade crescente de produtos de melhor qualidade: expressão disso foi o fato de os norte-americanos estarem entre os primeiros a conceberem e comercializarem muitas das novas tecnologias desenvolvidas no século XIX (JOHNSON; KWAK, 2010).

Além disso, prosseguem Leo Panitch e Sam Gindin (2013, p. 28), apesar das políticas de proteção frente à concorrência externa, as empresas estadunidenses, cada vez maiores, seguiram sendo bastante competitivas no grande mercado interno, impulsionando o desenvolvimento da economia americana:

“After the defeat of the plantocracy in the Civil War, the vast inland domain stretching to the Pacific provided unparalleled space for industrial capitalism’s expansion in what was already emerging as the largest domestic market in the world. Outside of the core Southern states (which until after World War II remained primarily a low-wage, staples-producing region), American capitalist growth in the last third of the nineteenth century—building directly on the previous phase of agro-industrialization—was both qualitatively and quantitatively spectacular.”

Esse desenvolvimento das forças produtivas foi especialmente dinamizado em função da construção do sistema ferroviário estadunidense, que permitiu a consolidação do que viria a ser o maior mercado consumidor do mundo, possibilitou economias de escala de dimensões inéditas, incentivou o desenvolvimento dos mercados

financeiros estadunidenses e propiciou o surgimento das primeiras grandes firmas norte-americanas (JOHSON; KWAK, 2010; LIND, 2013; PANITCH; GINDIN, 2013).

No curso da segunda metade do século XIX, a crescente intensificação concorrencial pressionava cada vez mais as taxas de lucro percebidas pelos capitalistas norte-americanos que desenvolviam suas atividades nas regiões economicamente mais dinâmicas do país. Essa pressão, por sua vez, levou-os a procurar formas de ajustar preços e recompor níveis de rendimento (PANITCH; GINDIN, 2013), dando impulso ao processo de cartelização que acentuou a centralização e a concentração de capital nos Estados Unidos (DUMÉNIL; LÉVY, 2010).

Além disso, a implementação de transformações organizacionais tanto nas estruturas governamentais quanto corporativas, a ascensão do profissionalismo e a incorporação dos desenvolvimentos tecnológicos e comunicacionais legados pela segunda revolução industrial vinham provocando modificações significativas no panorama socioeconômico estadunidense (LIND, 2013; ROSENBERG, 1999).

Progressivamente, a economia americana teve seu eixo gravitacional deslocado na direção das grandes corporações e instituições financeiras (PANITCH; GINDIN, 2013) que, segundo Lind (2013, p. 214), passaram a constranger a estrutura política vigente no país desde o pacto social<sup>8</sup> instaurado em função do desfecho da Guerra da Secessão: “The new industrial leviathans existed in a country whose political institutions, despite the reforms of the Civil War and Reconstruction, were still those of a decentralized, agrarian society”.

Consequentemente, reações políticas adversas ascenderam no interior da sociedade civil americana, instaurando uma conflagração entre diferentes setores e tradições intelectuais que, segundo Lind (2013, p. 187), definiram a direção da “segunda república americana”:

“The second industrial revolution of the mid- to late nineteenth century produced a dazzling

---

<sup>8</sup> Sobre essa questão: “Repeatedly in American history, waves of technological innovation have led to the reorganization of business and markets, before the political order could catch up. By the first years of the twentieth century, the second industrial revolution of the late nineteenth century, based on the new technologies of electricity and automobility, was already outgrowing the structures of American economic life that had been inherited from the last wave of reform in the United States during the Civil War and Reconstruction.” (LIND, 2013, p. 213).

variety of transformative technologies, of which the most important were the electric motor and the internal combustion engine. The Motor Age saw the rise of giant corporations and powerful investment banks. In response to the second industrial economy, some Americans sought to tame and use the new concentrations of industrial might and financial power, while others feared them and wanted to break them up. America's political institutions and policies grew increasingly misaligned. Polity and economy were finally realigned during the cataclysm of the Great Depression and World War II by the New Deal. ”

De um lado, frações aderentes ao progressismo liberal americano, geralmente vinculadas às regiões economicamente mais desenvolvidas dos Estados Unidos e identificadas com o legado cultural e político de Alexander Hamilton, George Washington, Abraham Lincoln e Henry Clay e que, à época, tinham como importante expoente Theodore Roosevelt, reconheciam as potencialidades positivas dessa conformação da estrutura produtiva e financeira. Por isso, propunham reformas que permitissem superar o descompasso econômico-institucional avançando o desenvolvimento capitalista dos Estados Unidos por meio de uma regulação permissiva às combinações entre grandes e eficientes corporações, proporcionando ganhos de escala; da manutenção de medidas de proteção e incentivo às empresas americanas; da instituição de um sistema monetário sólido e seguro baseado no padrão-ouro; do desenvolvimento de uma ordem financeira centralizada e competitiva dirigida por especialistas e isolada de “pressões externas”; e da constituição de mecanismos de intervenção e controle centralizados sob o mandato de um governo federal capaz de supervisionar e direcionar a concentração de poder e capital (LIND, 2013; ROSENBERG, 1999).

Do outro lado, posicionavam-se as frações vinculadas ao conservadorismo e ao populismo agrário, geralmente atreladas aos setores tradicionais da economia americana, instalados nas regiões menos desenvolvidas dos Estados Unidos, e inspiradas pela herança intelectual de Thomas Jefferson, à época representadas politicamente por figuras como Louis Brandeis. Essas parcelas da sociedade civil denunciavam as distorções provocadas pela concentração de capital e poder como produto de uma conspiração orquestrada por grandes

financistas e industriais, descreditando as potencialidades dos ganhos de escala resultantes dessa conformação produtiva. Defendendo a conservação de uma ordem social fragmentada, esses reformadores propunham medidas anti-truste para proteger pequenos e médios empreendimentos; leis que proibissem a formação de grandes redes comerciais visando assegurar mercados para pequenos e médios comerciantes locais; regulações que impedissem a criação de filiais, sucursais e agências bancárias afim de proteger os pequenos bancos regionais. Além disso, opunham-se também às políticas tarifárias protecionistas e principalmente às iniciativas de centralização do poder institucional no governo federal, defendendo a conservação da dispersão política regional (LIND, 2013).

Em relação a crescente concentração de poder e capital, de início a reação conservadora canalizou “em seu proveito o forte descontentamento camponês, e, sobretudo, operário, em um período de intensa luta de classes”, conseguindo, em 1890, a aprovação do Sherman Antitrust Act, que proibia acordos de restrição concorrencial (DUMÉNIL; LÉVY, 2010, p. 203).

Essa iniciativa, no entanto, não foi suficiente, na medida em que a legislação federal passou a ser contornada pelo recurso a normas estaduais que permitiam a constituição de sociedades por ações e holdings empresariais: desde 1888, estatutos promulgados em New Jersey permitiam que qualquer companhia constituída no estado possuísse e mantivesse ações de companhias de outros estados<sup>9</sup> (FREEDLAND, 1955; LIND, 2013; PANITCH; GINDIN, 2013). Nos anos seguintes, reformulações no mesmo sentido nas legislações de outros entes federados passaram a permitir que essa nova forma organizacional se disseminasse pelo restante do país, impulsionando,

---

<sup>9</sup> Embora no âmbito da história econômica as mudanças legislativas implementadas pelo estado de New Jersey no sentido de regular a formação de holdings sejam geralmente indicadas como precursoras, existem discussões na historiografia jurídica que contestam essa versão: “It has been generally assumed by writers in the fields of law, economics and history that the initial holding company legislation in the United States originated in the State of New Jersey in the year 1888, 1889 or 1893. [...] It is submitted that this study will establish that at least one state, the State of New York, preceded the State of New Jersey in the enactment of such legislation.” (FREEDLAND, 1950, p. 327). Seja como for, o importante a ser considerado nesse caso é o impacto de fato que a legislação de New Jersey exerceu sobre a organização da grande empresa moderna nos Estados Unidos.

assim, a “extraordinária onda de formação de sociedades por ações e de fusões”<sup>10</sup> (DUMÉNIL; LÉVY 2010, p. 199).

Segundo Lind (2013, p. 217), a combinação entre a proibição da cartelização e as legislações estaduais que permitiam incorporações terminaram produzindo um abrangente movimento de concentração por meio de fusões e aquisições entre 1895 e 1904:

“In that brief period, eighteen hundred firms were combined into 157 companies, most of them in manufacturing. New Jersey’s 1888 general incorporation law for holding companies of national businesses stimulated a wave of consolidations that grew from four in 1895 and six in 1897 to sixteen in 1898. The wave peaked in 1899, with sixty-three consolidations, followed by twenty-one in 1901, seventeen in 1902, and three in 1904. Of ninety-three consolidations studied by the historian Naomi Lamoreaux, seventy-two created companies that controlled at least 40 percent of their industries and forty-two controlled at least 70 percent.”

Em observância ao objetivo específico do presente capítulo, cabe destacar a inserção da finança nesse processo de concentração e centralização de capital e a consequente tradução desse crescente poder econômico sob a forma político-institucional para que se chegue a uma determinação da **revolução corporativa** descrita por Duménil e Lévy (2010; 2014).

Em função da fragmentação do sistema bancário americano, então caracterizado pela existência de pequenas unidades bancárias com atuação regional, a formação dos trustes dependia fundamentalmente dos serviços financeiros e dos recursos proporcionados pelos bancos de

---

<sup>10</sup> “There something disconcerting in the events that took place at the turn of the century. The antitrust legislation had all the appearances of an offensive against the invasion of the giants of big business. But simultaneously another legal framework was adopted, encouraging the development of stock-owned companies (corporations) and of holdings, that is, big groups organized under the leadership of finance. This meant giving big business its legal foundations.” (DUMÉNIL; LÉVY, 2004, p. 145).

investimento para a compra de ativos e para a reorganização do capital acionário das empresas (JOHNSON; KWAK, 2010; LIND, 2013).

Até os anos 1890, as operações dos bancos de investimento de modo geral se restringiam ao setor ferroviário, que dominava os mercados acionários. No entanto, na medida em que os rendimentos até então proporcionados por esse setor passaram a declinar, os bancos de investimento dispuseram-se a reorientar seus recursos e expertise na direção do setor manufatureiro (KONINGS, 2011), proporcionando o capital necessário às fusões.

Conforme destacado por Lind (2013, p. 220-221), esse processo levou a uma replicação do saber técnico adquirido pelos grandes bancos de investimento com as aquisições, consolidações e reorganizações na indústria ferroviária para outros ramos que terminou conhecida como “Morganization” – em referência a atuação e influência do banqueiro John Pierpont Morgan:

“Morgan transferred the technique of consolidation from the railroad industry to other industries. Morgan created General Electric, American Telegraph and Telephone (AT&T), the Pullman Company, National Biscuit (Nabisco), and International Harvester. Morgan’s most famous consolidation was the 1901 merger that produced US Steel, the world’s first billion-dollar company. He paid \$480 million for Carnegie Steel, making Carnegie the richest person in the world. The initial capitalization of US Steel—a billion dollars—was twice the US federal budget.”

Com a intensificação das fusões, a relação entre os setores industriais e a nascente finança americana passou a estreitar-se. Posteriormente, com a generalização da configuração corporativa definida pela participação acionária, esse estreitamento traduziu-se numa crescente convergência de interesses entre os setores industriais e a finança, determinando a *agregação* que caracteriza a grande finança moderna.

Nesse mesmo sentido, Braga e Cintra (2005, p. 256) descrevem que a “solidariedade de interesses entre os trustes industriais, os financistas e os capitalistas das ferrovias” esteve na base da “formatação do originário capital financeiro americano que impulsionava a

acumulação de capacidade produtiva na agricultura e na indústria, ao mesmo tempo em que cuidava atentamente de seus negócios financeiro-especulativos”.

Em função dessa agregação, muitos banqueiros passaram a assumir posições nos conselhos das grandes corporações e a efetivamente tomar o controle dos empreendimentos e dar continuidade às fusões (KONINGS, 2011). Ilustrativamente, Lind (2013, p. 219-221) descreve que, já em 1900, J. P. Morgan e seus sócios compunham os conselhos de administração de empresas que, juntas, respondiam por mais de um quarto da riqueza dos Estados Unidos e, em 1912, cinco bancos estadunidenses – J. P. Morgan & Company, First National Bank, National City Bank, Guaranty Trust Company e Bankers’ Trust – possuíam representantes na direção de sessenta e oito corporações cujos ativos combinados somavam mais da metade do produto nacional bruto dos Estados Unidos:

“The need for giant corporations to raise enormous sums increased the importance of investment bankers as intermediaries between the shareholding public and individual companies. In 1912, five American banks—J. P. Morgan and Company, First National Bank, National City Bank, Guaranty Trust Company, and Bankers’ Trust—had representatives on the boards of sixty-eight corporations whose combined assets added up to more than half of US gross national product. [...] The dominant figure in American investment banking around 1900 was John Pierpont Morgan [...]. By 1900, Morgan and his partners had a place on the boards of directors of companies that accounted for over a quarter of the wealth of the United States.”

Nesse sentido, segundo Panitch e Gindin (2013, p. 31), foi em função dessas inovações legais e da onda de fusões experimentada na transição entre os séculos XIX e XX que a concentração e a centralização de capital articuladas por grandes corporações consolidou-se como traço distintivo do modelo de acumulação capitalista estadunidense: “In the period 1897–1904, over 4,200 firms were combined into 257, and by the end of that period 318 American

companies owned some 40 percent of the entire nation's manufacturing assets.”

Para além da referida ascensão da influência da finança sobre os espaços da empresa moderna e da consequente concentração e centralização de capital que passou a definir a acumulação capitalista nos Estados Unidos, há que se considerar também o avanço do poder da finança sobre o aparato institucional do Estado norte-americano. A mobilidade que caracterizava a estrutura social norte-americana e a ausência de uma aristocracia enraizada conforme os moldes europeus permitiram que as elites empresariais norte-americanas bem sucedidas ascendessem politicamente e mobilizassem o poder político com a finalidade de obter melhores condições para os seus próprios empreendimentos (DUMÉNIL; LÉVY, 2010; PANITCH; GINDIN, 2013). Em função disso, a crescente influência exercida pelos grandes banqueiros sobre o ambiente empresarial traduziu-se também no desempenho de uma função política cada vez mais proeminente por parte dessa fração de classe no interior da estrutura do Estado (JOHNSON; KWAK, 2010).

Assim, em meio aos avanços produtivos que acompanharam a expansão doméstica do mercado estadunidense e as inovações jurídico-institucionais que passaram a caracterizar a empresa capitalista moderna, consolidou-se uma elite econômica que passou a organizar-se politicamente e a concentrar poderes em diferentes níveis da estrutura institucional estatal, alterando consideravelmente a correlação de forças até então estabelecida no interior do complexo Estado-sociedade civil e transformando, portanto, o panorama político norte-americano (JOHNSON; KWAK, 2010; KONINGS, 2011)

Essa **revolução corporativa**, materializada na constituição de grandes corporações sob a forma societária das sociedades por ações e das holdings empresariais, fez-se acompanhar por uma **revolução financeira**, tendo em vista que a própria onda de fusões foi sustentada por grandes aportes de capital, por sua vez viabilizados em função de um conjunto de redefinições das mediações entre o sistema bancário norte-americano e o restante da economia doméstica (KONINGS, 2011) – que explicam a emergência da finança estadunidense (DUMÉNIL; LÉVY, 2014).

Conforme mencionado anteriormente, a onda de fusões ocorrida nos Estados Unidos entre a última década do século XIX e os primeiros anos do século seguinte confrontou-se com um sistema financeiro



doméstico fragmentado<sup>11</sup> e caracterizado por limitações legais que impediam a constituição de grandes bancos capazes de prover os recursos necessários ao empreendimento das corporações (LIND, 2013; KONINGS, 2011).

Konings (2011), descreve que, apesar de a legislação que instituiu o *National Banking System* entre 1863 e 1866 sinalizar o estabelecimento de um sistema de bancos nacionais, centralmente regulados pela autoridade federal dos Estados Unidos, reforçando a posição do governo central e melhorando a infraestrutura econômica e financeira do país, a acomodação de interesses em função do desfecho da Guerra de Secessão determinou a conservação de alguns mecanismos que mantinham o caráter fragmentado do sistema bancário estadunidense: os estados federados continuavam podendo fundar e regular seus próprios bancos; proibia-se que os bancos incorporados ao novo sistema federal criassem filiais, sucursais e agências, aceitassem letras de câmbio e mantivessem ações de empresas industriais; e, por fim, restringiam-se ainda os volumes de empréstimos aos tomadores. Assim, segundo Charles W. Calomiris (2000), as limitações legais impostas ao crescimento dos bancos norte-americanos criavam um descompasso de escala em relação as grandes firmas industriais.

Segundo Konings (2011), com o avançar das décadas e o início do século XX, o sistema financeiro fragmentado que predominara no curso do século XIX foi gradualmente eclipsado por um padrão distinto de relações que passaram a remodelar a estrutura financeira americana, imprimindo-lhe cada vez mais as determinações implicadas pelo estreitamento das conexões entre bancos, mercados acionários e a incorporação da crescente indústria americana, abrindo espaço para a

---

<sup>11</sup> Sobre os interesses políticos que influenciaram na configuração fragmentada do sistema financeiro americano: “The weight of agrarian interests limited the expansion of commercial networks and the short-term mercantile obligations used in them. [...]. Moreover, farmers’ populist sentiments led them to resist any policies and institutions oriented towards the creation of a more coherent and centralized financial system (Goebel 1997). The fact that the American economy generated primarily non-mercantile types of debt, in combination with the existence of a regime of tight, decentralized regulation, had important implications for both the domestic constitution of American finance and its international role” (KONINGS, 2009, p. 51).

criação de inovações financeiras e para a contínua expansão da liquidez<sup>12</sup>.

No entanto, se, por um lado, as interações financeiras se desenvolviam rapidamente, caracterizando-se pela diversificação de produtos financeiros e pela crescente complexificação e integração das operações, por outro, a ausência de uma institucionalidade orgânica, capaz de administrar adversidades e a frouxa regulação do sistema financeiro também aumentavam a volatilidade da economia americana e acentuavam sua exposição às instabilidades, crises e contágios (JOHNSON; KWAWK, 2010; KONINGS, 2011). Nesse sentido, J. Lawrence Broz (1999, p. 39) classificou a configuração que caracterizou o sistema financeiro americano desde a Guerra Civil até 1914 como uma das piores do mundo, devido a ausência de um banco central, a recorrência de pânico e as severas flutuações das taxas de juros:

“From the Civil War to 1914, the United States had one of the worst financial systems in the world. The dominant institutional feature of the system was the absence of a central bank, and its most salient performance characteristics were the recurrence of banking panics and severe seasonal interest-rate fluctuations. These financial problems were economically costly; panics were accompanied by sharp declines in the money supply, reduced economic activity, and increased unemployment and business failures.”

Consequentemente, volatilidades e pequenas crises culminaram no pânico financeiro de 1907 (*Panic of 1907* ou *1907 Bankers' Panic*),

---

<sup>12</sup> Nesse mesmo sentido: “At the end of the nineteenth century, finance created its own institutional universe for itself, accompanying the development of large stock owned companies and the managerial revolution – holding companies and financial company networks, the central role of the stock market, a credit system turned toward stockholders, and so on. It ruled according to its criteria and interests.” (DUMÉNIL; LÉVY, 2004, p. 157-159). Especificamente sobre a crescente liquidez viabilizada por esse processo: “The transformation of financial intermediation that had begun in the late nineteenth century made available to American banks an unprecedented capacity for the creation of liquidity and they exploited this to open up new lines of business.” (KONINGS, 2011, p. 54).

que ocasionou corridas bancárias, competição por liquidez, congelamento do mercado de empréstimos de curto prazo, colapsou o mercado de ações e, por fim, provocou a suspensão da convertibilidade de divisas<sup>13</sup> (KONINGS, 2011).

A contenção dessa crise demandou a coordenação de esforços entre o governo americano e banqueiros privados comandados por J. P. Morgan e Benjamin Strong Jr., que, juntos, proveram a liquidez demandada pelos bancos de Nova York para reequilibrar o sistema financeiro (JOHNSON; KWAWK, 2010).

A elite financeira americana, por sua vez, procurou aproveitar o momento para avançar um programa de reformas que mitigassem as insuficiências e constrangimentos que caracterizavam essa estrutura financeira. Vislumbrava-se, especificamente, a constituição de um banco central que, controlado diretamente pelos bancos privados, pudesse atender as demandas por liquidez das instituições financeiras e operar como emprestador de última instância em momentos de crise (JOHNSON; KWAWK, 2010) e o desenvolvimento de um mercado de desconto de aceites comerciais (*discount market for acceptances*) (BROZ, 1999).

Nesse sentido, o Pânico de 1907 foi politicamente instrumentalizado pela finança para fazer avançar um projeto de redefinição da institucionalidade financeira americana alinhado aos interesses da emergente finança. Diferentemente da dinâmica que caracterizou grande parte do século XIX, durante o qual a reivindicação de interesses populares em momentos de crise tendeu a traduzir-se na criação ou manutenção de obstáculos institucionais ao avanço da alta finança; agora, fazia-se da crise o combustível para avançar um programa favorável a consolidação do poder dessa fração de classe (JOHNSON; KWAWK, 2010; KONINGS, 2011).

Diante dos impactos gerados pela crise, a elite financeira norte-americana engajou-se na elaboração de uma proposta de reforma

---

<sup>13</sup> JOHNSON e KWAWK (2010, p. 26) fornecem uma explicação mais detalhada sobre o início do Pânico: “In October 1907, a routine (for the time) attempt to manipulate the price of stock in the United Copper Company by company insiders and their Wall Street banker went awry, triggering a run on banks perceived to be connected to the scheme.<sup>60</sup> The panic soon spread to the Knickerbocker Trust Company, one of the largest financial institutions in New York, and then to many other banks in the city. In order to raise cash quickly, banks were forced to sell whatever they could, pushing down asset prices across the board; stock prices also fell as banks cut back on loans to stockbrokers.”

legislativa para o sistema bancário, aproveitou-se para instalar um clima de urgência e necessidade de aprovação de reformas da estrutura financeira doméstica e financiou uma dispendiosa campanha pública destinada a fazer com que essa agenda passasse a ser percebida como portadora de interesses mais gerais, ancorados nas aspirações populares presentes no interior da sociedade civil americana, de modo a garantir apoio para a aprovação da proposta pelo Congresso (BROZ, 1999; KONINGS, 2011):

“The effects of the crisis rippled through all sectors of the economy and so imbued the idea of far-reaching political reform with a sense of necessity that it had hitherto not possessed (White 1983: 63). The way in which plans for a central bank came onto the political agenda was illustrative of how the operation of social power was changing: Whereas during the nineteenth century the recruitment of popular interests by elite factions had resulted in the continuous creation of new obstacles to coherent institutional solutions, during the twentieth century financial elites would display an exceptional capacity to turn crises into opportunities for the further integration of the population into the financial system.” (KONINGS, 2011, p. 55).

No mesmo sentido, Broz descreve que o protagonismo frente ao processo de reformulação institucional não foi assumido pelos agentes políticos, mas sim pelos grandes banqueiros:

“Given the poor performance of the national banking system, political officials responsive to national constituencies (that is, presidents, cabinet officials, and party leaders) might have assumed leadership of the reform movement. Yet the historical record is rich with evidence that large bankers were the principal protagonists. As one contemporary expressed it, ‘bankers had directed the discussion, bankers had financed it, and bankers had kept it alive.’” (1999, p. 56).

Em 1908, por meio do *Aldrich-Vreeland Act*, o Congresso americano instituiu a *National Monetary Commission*, presidida por Nelson Aldrich, ilustre representante da indústria bancária norte-americana, com o objetivo de promover discussões sobre as insuficiências do sistema financeiro dos Estados Unidos e de propor medidas capazes de resolverem as causas da instabilidade financeira no país (JOHNSON; KWAK, 2010).

Os banqueiros de Nova York envolveram-se intensamente nas atividades da Comissão e em negociações extraoficiais emblemáticas – como o episódio que ficou conhecido como *The Meeting at Jekyll Island*<sup>14/15</sup> – com o objetivo de desenvolver o projeto de criação de um novo arranjo institucional para a finança. O projeto de lei que resultou dessa articulação foi amplamente definido pelo trabalho de Paul Warburg e restou pejorativamente conhecido como *Aldrich Plan* em referência a Nelson Aldrich (BROZ, 1999; LIND, 2013; KONINGS, 2011).

Broz destaca a ambiciosa empreitada intelectual mobilizada e financiada pelos grandes banqueiros de Nova York desde o início da década de 1910 para a construção de uma hegemonia no interior da sociedade civil americana que permitisse a aprovação do *Aldrich Plan*. A campanha incluiu a criação de uma organização pública de âmbito nacional, a impressão de jornais, cartilhas e panfletos distribuídos por

---

<sup>14</sup> Para a descrição do episódio: “Several members of the commission—Aldrich, Paul M. Warburg, Henry P. Davison, Frank A. Vanderlip, A. Piatt Andrew, and Benjamin Strong, a vice president at Bankers Trust, who later became the highly capable first governor of the New York *Federal Reserve*—had secretly traveled to the Millionaire’s Club at Jekyll Island, Georgia. They told journalists they were going duck hunting, and Davison and Vanderlip in the earshot of train personnel and other passengers called each other Orville and Wilbur. The Aldrich plan that emerged from these discussions combined a central board of private bankers with regional reserve banks.” (LIND, 2013 p. 212).

<sup>15</sup> “A key event took place in 1910 when a group of bankers convened at J. P. Morgan’s duck-hunting club to draw up prospective legislation. Paul Warburg (Kuhn, Loeb & Co.), Frank Vanderlip (National City Bank), Henry Davison (Bankers’ Trust Company), Charles Norton (First National Bank), A. Piatt Andrew (Harvard economist), and Senator Nelson Aldrich (Rhode Island) attended. The plan this group produced—the “Aldrich Plan”—was based largely on the work of Warburg and served as the blueprint for the Federal Reserve Act.” (BROZ, 1999, p. 56).

todo o país, o financiamento de publicações na imprensa, a promoção de palestras e cursos para grupos de interesse e o patrocínio em massa de campanhas para o Congresso<sup>16</sup>.

Segundo Johnson e Kwak (2010), por um lado, a elite financeira americana compreendia que a formação de um sistema bancário central exigiria o respaldo político e financeiro do governo federal. Por outro, manobriria ao máximo para garantir que a nova institucionalidade restringisse iniciativas de controle governamental e interferências públicas ao mesmo tempo em que fosse provida de mecanismos de resgate que permitissem proteger os grandes bancos e mercados financeiros em momentos de instabilidade.

Em 1912, foi submetido ao Congresso o relatório final da *National Monetary Commission*: propunha-se a formação de um sistema

---

<sup>16</sup> “[...] he group mobilized to rally broad political support for the Aldrich Plan. To Warburg, ‘it was certain beyond doubt, that unless public opinion could be educated and mobilized, any sound banking reform plan was doomed to fail.’ To this end, the bankers formed and financed the National Citizens’ League for the Promotion of Sound Banking, a nationwide public relations organization, intended to ‘carry on an active campaign of education and propaganda for monetary reform, on the principles ... outlined in Senator Aldrich’s plan.’” Although the league appeared to spring from grass roots in 1911, it was from the outset ‘practically a bankers’ affair.’ Great pains were taken to keep New York’s role in the league hidden, given prevailing populist prejudice against Wall Street. Warburg recognized that ‘it would have been fatal to launch such an enterprise from New York; in order for it to succeed it would have to originate in the West. National Citizens’ League officials estimated that it would cost \$500,000 to carry out the program of public education. A quota of \$300,000 was assigned to the New York clearinghouse, \$100,000 to the Chicago clearinghouse, and the balance apportioned among clearinghouses in other major cities. The New York clearinghouse formed a special committee to look after member bank contributions. This committee based the cash contribution of each bank on its size, measured by capital and surplus; the specific formula was \$.32 per \$1,000 of capital and surplus. With the funds, the league published and distributed 15,000 copies of a currency primer, ‘Banking Reform.’ It established a fortnightly journal, also named Banking Reform, with a circulation of 25,000—mainly newspaper editors. The league also published 950,000 free pamphlets of pro-Aldrich Plan statements and speeches and provided newspapers all over the country with ‘literally millions of columns’ of copy. In many instances, newspapers and newspaper chains published the league’s pre-written galleys with no editing whatsoever. The league also supplied speakers for gatherings of various interest group organizations and sponsored mass letter-writing campaigns to Congress.” (BROZ, 1999, p. 56-57).

de bancos regionais vinculados a um *board* dotado de competências e poderes amplos e diretamente controlado pelos bancos privados e trustes: essa *National Reserve Association* seria integrada por bancos e trustes responsáveis por eleger um conselho diretivo instalado em Washington e conselhos regionalizados, distribuídos entre quinze regiões administrativas que contemplariam a totalidade do território americano (SHAPIRO; SOLOMON; WITHE, 1968, p. 171).

Segundo Broz, “In the final analysis the league probably accomplished its task of creating popular acceptance of the need for reform along the lines of the Aldrich Plan” (1999, p. 57). Ainda assim, prossegue o autor, “Its political liability was that it placed monetary policy control too much in the hands of bankers” (BROZ, 1999, p. 57), de modo que a proposta foi recebida por setores da sociedade civil como um truque que visava colocar sobre os contribuintes a responsabilidade de financiar o resgate dos bancos caso operações arriscadas causassem crises (JOHNSON; KWAK, 2010), sendo duramente criticada principalmente por membros do Partido Democrata que se reivindicavam representantes dos setores tradicionais da economia americana, alegando preocupações sobre a captura do sistema pelos grandes banqueiros americanos: “the phantom of the ‘money powers of Wall Street’ was a potent political weapon for opposing a single central bank” (SHAPIRO; SOLOMON; WITHE, 1968, p. 172).

Ainda em 1912, com a vitória democrata para a presidência e com a formação de uma maioria também democrata no Senado, o *Aldrich Plan* foi rejeitado e, no ano seguinte, sob a administração de Woodrow Wilson, foi aprovado o *Federal Reserve Act* de 1913<sup>17</sup> (BROZ, 1999; LIND, 2013).

---

<sup>17</sup> Sobre a formatação original do sistema: “The Act created a new currency and a system of fairly autonomous regional Reserve Banks overseen by a Federal Reserve Board (Wood 2005), although the division of power between the Board and the Reserve Banks was not in all respects clear (Weldin 2000: 5). Membership of the Federal Reserve System was compulsory only for banks with a federal charter, and few state banks joined the System because it came with more restrictive reserve requirements. Reserve Banks were to guarantee bank liquidity by purchasing bank assets through the discount window. The Federal Reserve was primarily a bankers’ bank, a bank responsible for keeping the banking system liquid by functioning as a lender of last resort – that is to say, “a central bank was a bank, not just another regulatory body” (KONINGS, 2011, p. 60).

Sob certo aspecto, é possível afirmar que a versão final do *Federal Reserve System* encarnou uma congregação mais ampla de interesses das classes presentes no interior da sociedade civil americana, na medida em que evitava que os bancos privados controlassem diretamente a instituição, atribuindo ao governo federal a competência de indicar os membros que comporiam o comando da instituição no *Federal Reserve Board*<sup>18</sup> (SHAPIRO; SOLOMON; WITHE, 1968; JOHNSON; KWAK, 2010) e criando impedimentos à nomeação de membros vinculados ao setor financeiro, restringindo, em tese, o patrocínio de interesses corporativos<sup>19</sup>.

No entanto, mesmo esses supostos avanços, pautados pelos representantes dos grupos de interesse vinculados aos setores tradicionais da sociedade civil americana, eram muito limitados frente ao fato de que, embora a elite financeira estadunidense não tenha conseguido aprovar a versão original do *Aldrich Plan*, progrediu significativamente na construção de um arcabouço institucional funcional ao desenvolvimento de suas atividades: “an institution that could bail them out with public funds when financial crises occurred”<sup>20</sup> (JOHNSON; KWAK, 2010, p. 28). A análise de segue nesse mesmo sentido e credita a substancial identidade entre o projeto promovido pela

---

<sup>18</sup> “A Federal Reserve Board is hereby created which shall consist of seven members, including the Secretary of the Treasury and the Comptroller of the Currency, who shall be members ex-officio, and five members appointed by the President of the United States, by and with the advice and consent of the Senate. In selecting the five appointive members of the Federal Reserve Board, not more than one of whom shall be selected from any one Federal reserve district, the President shall have due regard to a fair representation of the different commercial, industrial and geographical divisions of the country.” (FEDERAL RESERVE ACT, 1914, p. 53).

<sup>19</sup> “No member of the Federal Reserve Board shall be an officer or director of any bank, banking institution, trust company, or Federal reserve bank nor hold stock in any bank, banking institution, or trust company; and before entering upon his duties as a member of the Federal Reserve Board he shall certify under oath to the Secretary of the Treasury that he has complied with this requirement.” (FEDERAL RESERVE ACT, 1914, 53-55).

<sup>20</sup> “Support by the Federal Reserve can take two broad forms: liquidity loans, where the Fed gives a bank a short-term loan that can be rolled over repeatedly; and lower interest rates, which help banks by promoting economic growth and increasing the chances that bank loans will be paid back.” (JOHNSON; KWAK, 2010, p. 28).



elite financeira estadunidense e a versão final do *Federal Reserve System* ao trabalho propagandístico:

“Nevertheless, the bill that finally emerged as the Federal Reserve Act, though bearing the imprimatur of the Democrats in terms of the monetary policy control issue, very closely followed the Aldrich Plan blueprint—a ‘near identity’ according to Milton Friedman and Anna Schwartz. This reflected the league’s work in building mass support for a financial system modeled on European practices.” Broz (1999, p. 57)

A nova institucionalidade criava importantes garantias operacionais para a alta finança, estabelecendo um sistema informal de recompensas que não punia excessos especulativos e que, no limite, incentivaria situações de *moral hazard*<sup>21</sup> (JOHNSON; KWAK, 2010): “The Federal Reserve was primarily a bankers’ bank, a bank responsible for keeping the banking system liquid by functioning as a lender of last resort” (KONINGS, 2011, p. 60).

Além disso, na medida em que o *Federal Reserve* não dispunha de poderes regulatórios suficientemente eficazes para limitar a atuação dos bancos, restaria diminuído a função de solucionar crises bancárias<sup>22</sup>, expondo-se, assim, o caráter eminentemente passivo da nova

---

<sup>21</sup> “[...] the existence of government insurance against a worst-case scenario creates ‘moral hazard’—the incentive for banks to take on more risk in order to maximize shareholder returns—thereby laying the groundwork for the next system-wide crisis. Each emergency rescue only increases banks’ confidence that they will be rescued in the future, creating a cycle of repeated booms, busts, and bailouts” (JOHNSON; KWAK, 2010, p. 29).

<sup>22</sup> Sobre a passividade dos instrumentos de política econômica disponíveis ao Federal Reserve: “Moreover, the Federal Reserve’s primary policy lever was still a passive instrument. The Federal Reserve could raise and lower the discount rate, but manipulating the price of bank reserves did not allow for effective control over the behavior of banks: In good times, banks would present paper for discount to be able to extend new credit regardless of the discount rate, and during a recession there was little demand for new loans so that banks had no reason to seek advances from the Reserve Banks, no matter how low the rate.” (KONINGS, 2011, p. 65).

conformação institucional frente ao poder da finança (JACOBSTEIN, 1988).

Nesse mesmo sentido, Konings argumenta que a medida da influência da correlação de forças estabelecida no interior da sociedade civil americana sobre a institucionalização do *Federal Reserve* exige que se enfatize não as inovações decorrentes da estrutura administrativa ou dos mecanismos formais de atuação da nova instituição, mas sim os elementos e atributos da estrutura financeira americana que foram conservados, isto é, que não foram atingidos pelas reformas:

“Perhaps the most crucial aspect of the Federal Reserve System was to be found *not* in its formal institutional makeup and operating procedures as such, but in what it did not do: It did little to undermine the institutional structures of financial intermediation that had evolved during the previous decade (Cleveland and Huertas 1985; Zweig 1995: 36–7). The Federal Reserve System did not reorganize the capital markets or limit commercial banks’ access to them (Myers 1951a: 582), nor did it challenge the core structures of the Money Trust.” (2011, p. 59).

Ainda segundo Konings, apesar da penetração de demandas populistas<sup>23</sup>, advindas das forças sociais vinculadas aos setores

---

<sup>23</sup> Sobre o populismo nos Estados Unidos e seus alvos retóricos preferenciais, cabe destacar a análise da produção teórica de Michael Kazin desenvolvida por Sebastião Velasco e Cruz: “A matriz populista se conforma plenamente nos primórdios da República, no curso do enfrentamento entre os Federalistas, seguidores de Hamilton e Adams, e os republicanos demócratas, partidários de Madison e Thomas Jefferson. [...] No decurso desse longo trajeto a linguagem populista sofreu várias transformações, e Kazin dedica especial atenção aos múltiplos significados atribuídos ao conceito de povo no processo – “produtores”. Mas é interessante salientar também a observação que ele faz sobre a relativa estabilidade do conteúdo emprestado à sua contraparte – na diversidade de suas encarnações a retórica populista apresenta a ‘elite’ como dissoluta, artificial, afetada, manipulativa, dada a elucubrações intelectuais ociosas, e dependente do trabalho dos demais. São atributos genéricos que compõem um estereótipo. Agora, embora este não seja um aspecto sistematicamente explorado em seu texto, chama a atenção do leitor de Kasin a persistência nessa retórica de certos tipos sociais concretos: plutocratas,

tradicionais da economia americana, na definição formal da estrutura administrativa do *Federal Reserve*, as bases estruturais do poder da finança não foram solapadas, e que, embora os grandes financistas não tenham conseguido a aprovação legislativa de mecanismos de gestão direta do sistema, passaram a controlar gradativamente a nova estrutura institucional e os instrumentos operacionais do *Federal Reserve* por meio de expedientes menos explícitos e da exploração de inconsistências ou brechas normativas:

“[...] agrarian and populist forces had primarily been concerned with the formal administrative structure of the system, and this had given financial elites the opportunity to divert attention toward the minutiae of reform proposals and away from the structural basis of their power (Myers 1951b). Ironically, it would be this very power base that would later allow New York financial elites to gradually assert control over the Federal Reserve System: In typically Progressive fashion (Roy 1991), the control that financial elites failed to get through the legislative process, they would achieve through a less conspicuous conquest of the institutional structures and operational mechanisms of the Federal Reserve System (Kolko 1963: 247).” (2011, p. 57).

Assim, nos termos propostos por Konings (2011), embora a formação do *Federal Reserve* não deva ser explicada em termos de um reflexo perfeito das expectativas enunciadas pela elite financeira americana, as menções às pressões exercidas pelos setores populistas e agrários no início do século XX não devem obscurecer o fato de que a determinação da configuração institucional do *Federal Reserve* foi

---

banqueiros, financistas, magnatas – “barões ladrões”, como foram chamados no começo do século passado. E não por acaso. De Jefferson a Roosevelt — passando por Andrew Jackson, com sua guerra sem quartel ao Segundo Banco dos Estados Unidos, de Nicholas Biddle, e pelo Partido Populista, na dobra do século XIX — o confronto com o capital financeiro é uma constante na tradição do populismo americano.” (2017, p. 9-10).

muito mais influenciada pelo poder da finança do que encarnou as aspirações populistas<sup>24</sup>.

Na década seguinte, o ritmo e a direção do desenvolvimento da dinâmica financeira experimentada nos Estados Unidos devem ser compreendidos em função de três elementos principais, conforme a identificação proposta por Konings (2011).

Primeiro, a consolidação institucional, em favor da finança, da correlação de forças que vinha determinando a configuração da estrutura financeira estadunidense desde as última década do século XIX. Segundo, a crescente integração entre instituições bancárias (especialmente os bancos comerciais) e mercados financeiros cada vez mais amplos, diversificados e cada vez mais inseridos no cotidiano das relações sociais da população americana. Terceiro, os efeitos negativos sobre a formação de expectativas e, portanto, sobre a atuação dos agentes nos mercados financeiros, produzidos pela estrutura de recompensas resultante da conformação institucional do *Federal Reserve* enquanto garantidor de liquidez e emprestador de última instância (KONINGS, 2011; JOHNSON; KWAK, 2010).

Em relação ao primeiro aspecto, do ponto de vista da construção de capacidades institucionais, a constituição do *Federal Reserve System* permitiu que o poder da finança passasse a ser concentrado em uma instituição formalmente orgânica, dotada de ampla capilaridade e responsável pela manutenção das condições que viabilizavam o dinamismo e a expansão da forma assumida pela acumulação financeira desde o final do século XIX:

“Financial elites now operated within an institutional structure that made available unprecedented capacities for the creation of liquidity and the network power embedded in the dynamics of the American financial system continued to grow. The financial architecture that had emerged over the course of the postbellum era and had received official confirmation at the very end of the nineteenth century was now being consolidated and its associated mechanisms of

---

<sup>24</sup> “The Federal Reserve, then, was not formally founded as a close ally of the financial markets. But an emphasis on the populist constraints on financial reform should not blind us to the fact that the Federal Reserve System has not exactly gone into history as an institution of, or accountable to, the American people.” (KONINGS, 2011, p. 58).

control extended throughout socioeconomic life. (KONINGS, 2011, p. 67-68).

Nesse período também deu-se o incremento dos instrumentos de condução das políticas monetária e creditícia colocados à disposição do *Federal Reserve*, permitindo uma atuação mais ativa e discricionária por parte da alta finança<sup>25</sup> (KONINGS, 2011). O principal instrumento até então utilizado pelo *Federal Reserve*, a fixação das taxas de redesconto, era um expediente ainda muito limitado em termos de efetividade operacional<sup>26</sup> que mantinha o *Federal Reserve* em uma posição passiva em relação as instituições financeiras privadas. Com o avançar dos anos 1920, entretanto, atores específicos, vinculados ao setor financeiro novaiorquino, desenvolveram as competências técnicas que possibilitaram a progressiva condução de operações de mercado aberto<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> Embora, por motivos históricos evidentes, esse aperfeiçoamento ainda fosse incipiente quando comparado aos mecanismos proporcionados pela racionalidade subjacente à macroeconomia moderna. Nesse sentido: “During the 1920s, however, modern macroeconomics had not yet been born: The understanding of the linkages between different parts of the economic system was still inchoate and rudimentary, and a developed conceptualization of the relevant transmission mechanisms was absent (Mehrling 1997).” (KONINGS, 2011, p. 60).

<sup>26</sup> “Moreover, the Federal Reserve’s primary policy lever was still a passive instrument. The Federal Reserve could raise and lower the discount rate, but manipulating the price of bank reserves did not allow for effective control over the behavior of banks: In good times, banks would present paper for discount to be able to extend new credit regardless of the discount rate, and during a recession there was little demand for new loans so that banks had no reason to seek advances from the Reserve Banks, no matter how low the rate.” (KONINGS, 2011, p. 65).

<sup>27</sup> “Open market operations were a more or less accidental discovery: When the Reserve Banks began trading government securities for their own account and saw the significant effects that this had, they realized that, when properly coordinated, it could potentially be used as a policy instrument (Anderson 1965; Wheelock 1991: 113). Benjamin Strong, the governor of the Federal Reserve Bank of New York (FRBNY), successfully proposed a centralization of the System’s open market operations, with policies formulated by the new Governors Conference – which later became the Federal Open Market Committee (FOMC) – and executed by the FRBNY (Roberts 2000a). The Federal Reserve Board initially did little to oppose these changes, assuming that it was just a matter of technical innovation, but with time it became clear that a

e permitiram ao *Federal Reserve* atuar de forma mais ativa nos mercados financeiros (KONINGS, 2011).

A análise dessa sofisticação, em especial, permite exemplificar como as fissuras formais implicadas na institucionalização do *Federal Reserve* foram exploradas pela grande finança estadunidense. Segundo Konings, a efetividade das operações de mercado aberto foram acidentalmente identificadas e, tão logo isso ocorreu, o *Governor* do *Federal Reserve Bank* de Nova York, Benjamin Strong, manobrou politicamente para centralizar no próprio *Reserve Bank* de Nova York, estreitamente vinculado aos interesses de Wall Street, a competência executiva das operações de mercado aberto. O *Federal Reserve Board* não opôs-se à demanda do banqueiro supondo tratem-se de inovações meramente técnicas, não entendendo, portanto, o poder discricionário do instrumento colocado à disposição do *Reserve Bank* novaiorquino, que passou a utilizá-lo segundo os interesses dos *establishment* de Wall Street, preocupado em garantir as condições necessárias à quitação dos empréstimos feitos durante o esforço de guerra aos países europeus<sup>28</sup>:

“For financiers, the new organizational setup ‘provided the arrangement of power they had originally wanted in the new central bank’ (Greider 1987: 293). Financial elites had managed to bypass the legislative framework of the Federal Reserve System and to establish their own power base – which was shielded from public scrutiny precisely because it operated under the

---

powerful policy instrument had come under the control of the FRBNY, which was closely associated with Wall Street interests.” (KONINGS, 2011, p. 65-66).

<sup>28</sup> “[Open market operations] use was significantly shaped by the fact that the FRBNY’s concerns were not confined to the state of the domestic economy: The New York financial establishment, to which it was closely connected, had made significant loans to European governments and therefore had a strong interest in the stability of the international financial system. The FRBNY often seemed to pay closer attention to its relations with the Bank of England than the concerns of the Federal Reserve Board. Britain’s return to the gold standard (in 1924) was heavily dependent on its ability to attract large flows of short-term capital. Hence, it was essential that London interest rates remain above New York rates, and the FRBNY saw it as its task to assist the Bank of England in this objective (Clarke 1967). Thus, FRBNY policies were often expansionary for reasons that had little to do with the state of the domestic economy [...]” (KONINGS, 2011, p. 66).

institutional cover of the Federal Reserve Act.” (2011, p. 66).

Quanto ao segundo aspecto definidor do desenvolvimento da alta finança durante a década de 1920, deve-se mencionar a ampliação do espectro de atuação dos bancos comerciais norte-americanos por meio da inserção crescente nos mercados acionários e do desempenho de funções típicas dos bancos de investimento<sup>29</sup>. Também cabe citar o crescimento em volume e acesso dos mercados de ações, que passaram a ser cada vez mais utilizados tanto pelos bancos, quanto diretamente pelas empresas<sup>30</sup>. Além disso, experimentou-se uma massificação do acesso aos mercados financeiros<sup>31</sup>, principalmente por meio dos empréstimos hipotecários e dirigidos ao consumo cotidiano, que serviu para incrustar a mediação financeira das relações sociais ainda mais no

---

<sup>29</sup> “Banks’ strategies therefore focused even more centrally on the stock market than in the past. Their involvement in the market for call loans grew further, and through their security affiliates they speculated in the stock market more directly and took on investment banking functions for the corporations that used to bank with them (Osterweis 1932; White 1992b), underwriting and placing stock issues as well as assisting companies in an advisory capacity. Thus, banks fully exploited the opportunities offered by the financial structure that had been constructed over the previous decades, developing a range of strategies that led them further away from traditional commercial bank activities.” (KONINGS, 2011, p. 61-62).

<sup>30</sup> Durante os primeiros anos após a primeira guerra mundial, a participação dos bancos nas finanças corporativas cresceu consideravelmente até que as necessidades de financiamento demandadas pelas corporações superaram a capacidade de empréstimo dos bancos, dando início a uma nova onda de desintermediação bancária, caracterizada pelo acesso direto das empresas aos mercados acionários (KONINGS, 2011).

<sup>31</sup> Konings explica que, além de ser um resultado do desenvolvimento de novos produtos financeiros e da crescente condensação da estrutura financeira estadunidense, o envolvimento do público nos mercados financeiros nesse período também explica-se pelo alto nível de competitividade entre bancos e demais instituições financeiras: os bancos comerciais e corretoras promoveram esforços na criação de nichos de mercado independentes dos absorvidos pelos grandes bancos de investimento, que permaneciam relativamente distantes das atividades de varejo. Assim, “[...] the 1920s became the decade of the rise of a stratum of ordinary investors [...]. Commercial banks transformed themselves into ‘financial department stores’ offering a wide range of services to an ever larger public and holding a wide range of financial assets [...]” (2011, p. 62).

interior da vida dos americanos<sup>32</sup> e a expansão das operações de alguns bancos comerciais americanos no âmbito internacional, inclusive com a instalação de algumas agências no exterior (esse aspecto, em especial, será tratado mais detidamente à seguir)<sup>33</sup>.

Por fim, quanto ao terceiro aspecto, Konings (2011) ressalta que, apesar da criação do *Federal Reserve*, não foram suficientemente desenvolvidos mecanismos institucionais que permitissem regular e mitigar volatilidades causadas pela forma assumida pela dinâmica da acumulação financeira nos Estados Unidos, cujos fundamentos também não foram substancialmente modificados. Assim, a presença de um emprestador de última instância, prontificado a responder às demandas de liquidez e a resgatar os bancos em caso de crises, refletiu no cálculo operacional dos agentes, que exploravam as oportunidades oferecidas pelos mercados financeiros com vigor, assumindo riscos cada vez maiores e provocando perturbações crescentes<sup>34</sup>, comprometendo qualquer perspectiva de garantia de estabilidade: “The original Federal

---

<sup>32</sup> “These dynamics served to embed financial relations ever more deeply into American life. The financial integration of the American population provided what already was a highly dynamic and expansionary financial system with great density and momentum. [...]. The American dream was now not merely allied to extensive empire, but rather to intensive empire – not to the geographical expansion of American institutions, but rather the inwardly directed intensification and growing connectivity of social life. Finance no longer appeared to be an obstacle to self-government and economic independence, but an excellent means of realizing it. This made it a potent instrument of hegemonic socialization.” (KONINGS, 2009, p. 53).

<sup>33</sup> “Before World War I, commercial banks’ international business had been negligible, but during the interwar period large banks began to open foreign branches, following American corporations investing abroad. Banks’ main motivation for pursuing overseas commercial business was domestic in nature: They wanted to be able to engage in international transactions to attract corporate custom at home. Large commercial banks also entered into alliances with private investment bankers who were involved in the financing of European governments [...]. Toward the end of the 1920s, as the American stock market took off, banks gradually lost their interest in international activities” (KONINGS, 2011, p. 63).

<sup>34</sup> “Yet the authority that the Federal Reserve could exert over these processes remained limited: It had been inserted fully into their contradictions and did not possess a magical regulatory formula allowing it to stabilize the expansion of financial networks. The growth of structural power, in other words, did not automatically translate into enhanced infrastructural capacities for the federal state.” (KONINGS, 2011, p. 67-68).



Reserve, with its combination of strong private sector influence and weak regulatory authority, had the power to engineer a bailout, but not to curb the risky activities that could make one necessary.” (JOHNSON; KWAK, 2010, p. 30).

As tensões desse descompasso terminaram transformando-se na crise de 1929 que levou à prolongada Grande Depressão da década de 1930 e marcou o desfecho da gênese da alta finança, conforme analisado adiante.

No âmbito da presente subseção, procurou-se contextualizar o processo histórico de emergência da alta finança estadunidense como fração superior da classe capitalista e de sua posterior consolidação enquanto ator social preponderante a partir da análise das grandes transformações experimentadas nos Estados Unidos durante a transição entre os séculos XIX e XX e identificadas por Duménil e Lévy (2010; 2014) sob a forma de uma revolução das formas societárias (“revolução corporativa”) e de uma revolução da dinâmica da acumulação financeira (“revolução financeira”)<sup>35</sup>.

No curso dessa análise, foram enfatizados três aspectos da construção da hegemonia da alta finança: as especificidades da base material sobre a qual desenvolveu-se a economia norte-americana; a dinâmica de consolidação do poder político mobilizado por essa fração de classe em meio a correlação de forças estabelecida no interior da sociedade civil norte-americana; e a consequente concentração e tradução desse poder político sob a forma institucional por meio do esforço empreendido pela alta finança no avanço de reformas favoráveis à consolidação do poder dessa fração de classe e que culminou na criação do *Federal Reserve System*.

---

<sup>35</sup> Por fim, cabe mencionar ainda que, segundo a perspectiva teórica desenvolvida por Duménil e Lévy (2010; 2014), a penetração da alta finança no processo de formação das grandes corporações desdobrou-se progressivamente na delegação de tarefas de gestão e administração a um “pessoal administrativo assalariado – apoiado por empregados de escritório” (2014, p. 22), fazendo emergir novos cargos de direção entre a indústria e as finanças. Essa “expansão dos gerentes e do pessoal administrativo”, por sua vez, terminou suscitando a conformação de “novas classes intermediárias” e, portanto, o “estabelecimento de novos padrões de classe mais complexos que uma simples distinção entre capitalistas e operários na produção” (DUMÉNIL; LEVY, 2014, p. 23), agregando um novo elemento ao estabelecimento da correlação de forças no interior da sociedade norte-americana.

## 2.2 AVANÇOS E LIMITAÇÕES À INTERNACIONALIZAÇÃO DA FINANÇA ESTADUNIDENSE

A despeito do crescente dinamismo da economia americana, até a primeira década do século XX a participação dos Estados Unidos nos fluxos de investimento e no comércio internacional e, conseqüentemente, a posição ocupada pelos mercados financeiros estadunidenses e pelos intermediadores americanos na economia internacional ainda eram relativamente pouco representativas e refletiam-se no limitado alcance da utilização do dólar para além da fronteira norte-americana (EICHENGREEN, 2000; KONINGS, 2011):

“Instead, the United States faced a second problem of financial organization before 1914, and it was this problem that created a private inducement to lobby for the Federal Reserve. The structure of the domestic financial machinery contributed not only to instability at home but also to the near complete absence of the U.S. dollar in global financial affairs. Indeed, the United States was the only major trading country whose currency did not function as an international currency before 1914.” (BROZ, 1999, p. 39).

Apesar dessa inserção internacional comparativamente pouco representativa, Panitch e Gindin (2013) descrevem que significativos esforços foram sendo realizados na transição dos séculos XIX e XX com o objetivo de promover a internacionalização do Estado americano, sobretudo por conta do avanço do progressismo na arena política doméstica entre as décadas de 1890 e 1920; da percepção sobre a premente necessidade de reagir à reestruturação política e comercial que vinha se delineando no âmbito internacional<sup>36</sup>; e do próprio crescimento da participação do capital americano na economia mundial.

---

<sup>36</sup> “So the American state now came increasingly to be seen, and to see itself, as one of the ‘Great Powers.’ Yet it was acutely aware that it had entered into a world not of its own making. The promotional and imperial roles it was now adopting were not just a manifestation of the growing weight of American capital in the world economy, but were also a reaction to the restructuring of the international trade and political regime that accompanied the long-drawn-out demise of what Polanyi called ‘the free trade episode’ of 1846–79, during which

Esse processo de internacionalização do Estado americano remeteu ao estabelecimento de condições políticas entendidas como necessárias para viabilizar e assegurar a acumulação de capital no que vinha se consolidando como a esfera de influência dos Estados Unidos – a América Latina, com a premência da América Central e do Caribe, e regiões do Pacífico<sup>37</sup> – e demandou a construção de capacidades institucionais e o desenvolvimento de estratégias capazes de promover a propagação de práticas e instituições aderentes à forma assumida pelo capitalismo americano nessas regiões (PANITCH; GINDIN, 2013).

No que se refere ao comércio exterior, a estratégia norte-americana foi remodelada com o objetivo de provocar o deslocamento dos fluxos comerciais até então dirigidos dos países latino-americanos rumo à Europa para os Estados Unidos, de modo a garantir o suprimento de matérias primas para as empresas americanas e destinos certos para as exportações estadunidenses (PANITCH; GINDIN, 2013).

Segundo David Lake (2009), com o final da década de 1880, o consenso construído em torno da idéia de que a condução da política comercial americana deveria permanecer rigidamente subordinada à manutenção do sistema de proteção tarifária doméstica foi flexibilizado em função de uma nova modulação estratégica de práticas comerciais – o que Lake denominou “internacionalização tarifária” – por meio da qual a política tarifária americana também passaria a funcionar como instrumento de barganha política e enquadramento de outros Estados, de modo a provocar redefinições “por dentro” nas políticas comerciais dos

---

Britain had been able—very much to the benefit of US capitalism—to practice free trade unilaterally, with the aid of the surpluses guaranteed by its formal empire, above all in India. (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 36).

<sup>37</sup> “A more dramatic dimension of the new internationalization of the American state came after its quick victory in the war with Spain in 1898, which led to the creation of an American sphere of influence across the whole of Central America and the Caribbean, creating a colony in Puerto Rico, and separating Panama from Columbia (and building the Panama Canal as a de facto US project), as well as tethering Cuba with the Platt Amendment. Closely connected to this, and especially to the policy of the Open Door, was the development of US naval power and its policing of sea routes not only in the Caribbean Basin but also in the Pacific, through the annexation of Hawaii, the establishment of a naval base in Guam, the creation (always designated as merely temporary) of a colony in the Philippines—and the repeated deployment of the Marines to keep all this going.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 35-36).

países sob sua influência sem que os Estados Unidos precisassem abrir mão do próprio sistema de proteção tarifária<sup>38</sup>.

Quanto aos investimentos estrangeiros, Panitch e Gindin (2013) também descrevem que nesse período foram promovidos marcos normativos pelos quais previa-se a proteção e a aplicação do direito de propriedade com o objetivo de garantir a expansão segura do capital americano nessa zona de influência sob o argumento de que todos os governos tinham o dever de proporcionar aos investidores estrangeiros parâmetros mínimos de tratamento equivalentes àqueles outorgados pelos Estados Unidos<sup>39</sup>.

Nesse sentido, foram feitos esforços para viabilizar a internalização ou a aplicação extraterritorial de proteções legais relativas a marcas registradas e a doutrina do devido processo legal passou a ser utilizada para impor o direito de propriedade em jurisdições estrangeiras, sendo empregada em oposição às legislações domésticas permissivas aos efeitos confiscatórios sobre a propriedade de estrangeiros<sup>40</sup> (PANITCH; GINDIN, 2013).

---

<sup>38</sup> “Between 1887 and 1894, foreign policy leaders reconceptualized American trade strategy and ‘internationalized’ the tariff. Following the Civil War, protection was paramount; all other trade issues were subordinated to the need for domestic tariff protection. Beginning in 1887, however, a new consensus emerged among foreign policy leaders on the need for a more differentiated policy in which the tariff would continue to protect American industry from import competition *and* assist in the expansion of exports, particularly to Latin America, through selected reductions in duties on raw materials. By internationalizing the tariff, foreign policy decision-makers sought to redirect the trade of their southern neighbors—previously dominated by Great Britain—away from Europe and towards the United States. Foreign policy leaders, in other words, attempted to preserve America's protective system while changing the policies and actions of other countries through manipulations of the tariff” (LAKE, 2009, p. 40).

<sup>39</sup> “In a bald assertion of the universality of American law and constitutional principles, Elihu Root, Theodore Roosevelt’s secretary of state and one of the founders of the Permanent Court of International Justice and the International Court of Justice, equated the protection of American capital with the extraterritorial enforcement of property rights in general. From Root’s perspective, all governments had a legal duty to afford foreign investors a ‘minimum standard of treatment’ equivalent to what they would be afforded in the United States.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 39).

<sup>40</sup> “At the same time, the legal foundations were being laid for the American informal empire. Strenuous efforts were made to establish trademark protection (the forerunner of today’s concern for “intellectual property rights”) that would

É claro que todo esse esforço envolvido na consolidação de um espaço quase preferencial de influência não prescindiu do poder das armas e de justificações no plano ideológico: enquanto o poder naval americano era reforçado com ampliações da frota da Marinha dos Estados Unidos, com a instalação de bases militares no pacífico e com a crescente mobilização de *mariners* para o policiamento dessas regiões, as autoridades americanas constantemente aludiam ao dever civilizatório dos Estados Unidos e reivindicavam responsabilidades protetivas sobre as ex-colônias na América e no Pacífico<sup>41</sup> (PANITCH; GINDIN, 2013).

Em relação as políticas externas para as finanças, Emily Rosenberg (1999) descreve que o desenvolvimento dinâmico da economia americana, a expansão do poder militar, a relevância comercial estadunidense, a incorporação de técnicas de organização e gestão e de novas tecnologias e meios de comunicação pela burocracia governamental e pelas corporações privadas e, sobretudo, o avanço do ideário progressista liberal proporcionaram que, no início do século XX, emergisse a primeira geração de um corpo profissionalizado de consultores governamentais especializados em finanças internacionais capacitados para a elaboração de políticas externas nesse domínio.

Com o objetivo de criar acessos para o comércio estadunidense e de ordenar as relações monetárias estabelecidas com mercados estrangeiros de pequenos países sob a mira dos interesses americanos, esse corpo de agentes profissionalizados passou a advogar a internacionalização de um padrão-ouro americanizado (*Americanized*

---

apply in all of the states of the region. Most important, the due process doctrine evolved in the American courts was employed as a standard to measure, and if necessary object to, laws made by Latin American governments which had ‘an allegedly confiscatory effect upon property.’” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 39).

<sup>41</sup> Os autores citam um trabalho do cientista político e embaixador dos Estados Unidos na China durante o governo de Woodrow Wilson, Paul Reinsch: ‘Governments in many parts of the world are too unstable, too corrupt to admit of safe investments being made under them,’ Reinsch wrote: Civil courts in these backward lands are often ruled by favoritism or bribery, so that the property of the foreigner is not secure. From this naturally arises the demand that stable, responsible government be established so as to make possible the development of resources, even against the will of the inhabitants, where they stubbornly oppose all industrial progress ... In this way, the real needs of the expanding human race are united with the self-interest of capitalism to form a lever for expansion.” (REISCH, 1900, P. 12-13 apud PANITCH; GINDIN, 2013, p. 38).

*gold-exchange standard*), que seria conduzido em cada país por um banco central dotado de reservas em ouro depositadas nos mercados financeiros de Nova York e que operaria transações denominadas em moeda americana (ROSENBERG, 1999).

Essa demanda progressivamente passou a integrar uma agenda de política externa mais ampla, definida pelo provimento de empréstimos concedidos por bancos privados norte-americanos à determinados países, tendo como contrapartida a aceitação de formas de “aconselhamento financeiro” e remodelações institucionais que implicariam a adoção do padrão ouro, a criação de bancos centrais, a implementação de práticas contábeis rigorosas, a internalização de práticas de racionalização administrativa e reformas monetárias e fiscais (ROSENBERG, 1999).

Conforme citado anteriormente, em função da próspera trajetória de crescimento da economia estadunidense e de sua crescente participação no comércio internacional, os bancos de investimento americanos passaram a atuar na concessão de empréstimos internacionais. Países desenvolvidos e integrados à ordem financeira global atraíam facilmente os recursos disponibilizados pelos bancos estadunidenses. Por outro lado, o desinteresse dos banqueiros americanos em conceder empréstimos a países considerados instáveis e pouco atrativos colocavam obstáculos a concretização das iniciativas definidas pela burocracia governamental para a política externa americana, demandando, assim, uma atuação institucional mais orgânica (ROSENBERG, 1999).

Assim, banqueiros americanos potencialmente dispostos a conceder empréstimos a governos estrangeiros; especialistas em finanças habilitados à promover a reorganização fiscal e administrativa em países tomadores; e oficiais do governo americano responsáveis por formular, organizar e coordenar acordos estabelecidos entre esses agentes e governos estrangeiros; passaram a atuar conjuntamente no que Rosenberg (1999) define como “diplomacia do dólar” (*dollar diplomacy*).

Segundo Rosenberg (1999), a origem dessa diplomacia do dólar remonta às gestões de William McKinley (1897-1901), Theodore Roosevelt (1901-1909) e William Howard Taft (1909-1913)<sup>42</sup> e tinha

---

<sup>42</sup> “The architects of dollar diplomacy – policymakers, investment bankers, and professional economists – first worked together after the war of 1898, spreading a dollar-based gold standard to new U.S. colonies, protectorates, and other strategic areas. [...]. Dollar diplomacy arrangements began under Theodore

como objetivo não apenas simplificar as transações financeiras e incentivar a ampliação do acesso do capital estadunidense à mercados estrangeiros por meio da mitigação dos riscos implícitos ao processo de integração de regiões subdesenvolvidas ao domínio econômico dos empreendimentos norte-americanos, mas também formar um “gold-backed dollar bloc” que rivalizasse com o amplo domínio exercício pela libra esterlina no comércio internacional.

Cabe destacar ainda que, segundo Rosenberg (1999), os embates políticos e culturais travados entre as frações progressistas liberais, conservadoras populistas e socialistas revolucionárias mobilizadas no interior da sociedade civil americana também embalsamaram controvérsias sobre o papel que os empréstimos concedidos pelos bancos de investimento e o assessoramento econômico desempenhavam na organização e na condução da política externa americana, influenciando portanto a concepção, elaboração e condução da diplomacia do dólar<sup>43</sup>.

Rosenberg (1999) descreve que os socialistas remetiam o poder dos bancos à noção de exploração e denunciavam essas práticas como imperialistas, ao passo que o movimento populista, grupos trabalhistas, frações do partido democrata, setores agrários, grupos vinculados a mineração de prata e sulistas ressentidos pela suposta reconstrução dos estados confederados pelo capitalismo ianque, opunham-se a qualquer medida que representasse o avanço das grandes instituições e mercados financeiros, denunciando-as como anti-populares e anti-americanas. Assim, severas críticas foram dirigidas contra a função desempenhada pelos bancos de investimento na definição de políticas governamentais e também contra a consolidação doméstica e consequente exportação do padrão ouro<sup>44</sup>.

---

Roosevelt within a controlled loan to the Dominican Republic in 1907, and then became the cornerstone of Taft's foreign policy.” (ROSENBERG, 1999, p. 253).

<sup>43</sup> “The controversies over the role that private bank loans and advisers should play in shaping and carrying out foreign policy became central to debates, at home and abroad, over America's international role in the mid-1920.” (ROSENBERG, 1999, p. 3).

<sup>44</sup> “Antibanking discourses found appeal among shifting and disparate groups of people – from Bible-belt social conservatives to socialist radicals – and could be invoked selectively by those who, at other times, might feel quite positively about banks. Frequently they targeted large-scale, remote financial institutions but not local financial interests. At the turn of the century, antibanking critiques tended to predominate among farmer and labor groups, in the Populist movement, in parts of the Democratic party, among Southerners who resented

De outro lado, prossegue a autora, a defesa de um programa que permitisse estender internacionalmente a regulação capitalista caracteristicamente estadunidense reunia adeptos para além dos grupos diretamente interessados na diplomacia do dólar.<sup>45</sup> Não apenas os membros da burocracia governamental engajados na construção de alianças estratégicas e na ampliação de mercados, banqueiros e corretoras em busca da maximização de lucros e tecnocratas que por princípio advogavam reformas monetárias e bancárias, mas também a elite de profissionais, gerentes e empresários que emergia nas regiões urbanas da costa leste e nos centros de algumas cidades menores encarnavam, de forma crescente, percepções sobre a inevitabilidade do progresso orientado pelas forças do mercado e sobre um suposto dever civilizatório do qual o capitalismo americano seria o grande portador: “Their faith that fiscal stabilization and economic expansion would bring social progress marked a broad cultural movement that would help shape the national and international order for the new century” (ROSENBERG, 1999, p. 10).

A despeito dessa oposição entre o que Rosenberg (1999) denominou *antibanking discourses* e *professional-managerial discourses*, a diplomacia do dólar seguiu sendo amplificada durante os mandatos de Woodrow Wilson (1913-1921), Warren G. Harding (1921-1923) e Calvin Coolidge (1923-1929) e, ao final da década de 1920, estendia-se por diversos países de quase todos os continentes, quando foi substancialmente interrompida em função da Grande Depressão<sup>46</sup>.

---

the reconstruction of their region by Yankee capitalism, and in parts of the anti-imperialist movement.” (ROSENBERG, 1999, p. 8).

<sup>45</sup> “This program of regulated international capitalism emerged from a coincidence of interests among different groups: government officials eager to secure strategic and economic position, bankers and brokers who sought higher profits in foreign securities, new technocrats advocating banking and currency reform. But the program went beyond the direct interests of these groups. It was part of an expansive vision of an American civilizing mission and the inevitability of market-driven progress. Its supporters came not just from the Eastern-based business and professional elite but also from small-town Main streets, mid-level managers, and aspiring professionals throughout the country.” (ROSENBERG, 1999, p. 9-10).

<sup>46</sup> “Wilson extended the policy, and it became his Republican successor’s primary approach to encouraging postwar stabilization programs during the early 1920s. By the middle of the 1920s, U.S. financial experts, linked formally or informally to U.S. capital markets, advised countries in the Caribbean, Central and South America, Liberia, Germany, Poland, and Persia. The attempt



Considerando a posição de Rosenberg (1999), cabe destacar, a título de conclusão, que a diplomacia do dólar expressou não apenas o crescente poder econômico dos Estados Unidos, mas também a crescente disposição do governo americano em participar na manutenção de uma ordem internacional integrada, estável e acessível e em desempenhar um papel de liderança nas questões monetárias internacionais<sup>47</sup>.

Nesse sentido cabe mencionar novamente o fato de que, pela primeira vez, funcionários governamentais deram início a emulação de uma política externa financeira – “[...] U.S. officials began to shape, for the first time, a foreign financial policy” –, que representou um movimento inicial no que se refere a construção de uma ordem financeira definida e coordenada segundo o designo da finança estadunidense (ROSENBERG, 1999, p. 5).

Por fim, o maior legado da diplomacia do dólar repousou na expertise adquirida em questões como a padronização regulatória e a integração financeira de países periféricos ou em crise, que ganhariam maior relevância durante a segunda metade do século XX, quando da reconstrução de uma ordem financeira internacional sob a hegemonia dos Estados Unidos<sup>48</sup> (ROSENBERG, 1999).

Apesar dessas demonstrações de disposição e dos esforços empreendidos, as deficiências da estrutura financeira americana impediam sua expansão internacional. Nesse período, a volatilidade dos mercados financeiros estadunidenses – “os Estados Unidos enfrentaram quatorze crises financeiras nos cem anos anteriores à Primeira Guerra Mundial, das quais a pior foi a de 1907” – e a ausência, até 1914, de um banco central portador de instrumentos que habilitassem promover medidas de estabilização (EICHENGREEN, 2011, p. 19) associados a inexistência de um mercado desenvolvido de desconto de letras de

---

to institute controlled loans also, at times, shaped government policy towards Mexico, China, and several other nations.” (ROSENBERG, 1999, p. 253).

<sup>47</sup> “America’s gold-standard diplomacy expressed the nation’s growing economic power; its increasing stake in maintaining an integrated, stable, and accessible international order; and the government’s desire to play a leading role in international currency matters” (ROSENBERG, 1999, p. 5);

<sup>48</sup> “The early efforts introduced U.S. experts to questions that would assume ever larger importance during the twentieth century: first, how to standardize the world financial system; and then, how to convince peripheral or temporarily crisis-ridden countries to adopt these standardize practices and thereby participate more fully in the global market economy.” (ROSENBERG, 1999, p. 256).

câmbio nos Estados Unidos<sup>49</sup> (KONINGS, 2011) inibiam o recurso de agentes estrangeiros ao sistema financeiro americano para financiar transações comerciais e financeiras, explicando a marginalidade dos mercados financeiros americanos nas finanças internacionais até a Grande Guerra.

No mesmo sentido, conforme destaca Berry Eichengreen (2011, p. 18), nesse período, a “amplitude da ramificação de instituições financeiras americanas no exterior” ainda era bastante restrita devido ao fato de que, salvo exceções pontuais<sup>50</sup>, as instituições bancárias americanas não podiam instalar filiais e sucursais no exterior<sup>51</sup> até a aprovação do Federal Reserve Act de 1913. Apenas cinco *trust companies* operavam somente seis agências em territórios estrangeiros e sob a permissão de legislações estaduais mais permissivas (EICHENGREEN, 2011, p. 18). Além disso, embora alguns bancos comerciais proporcionassem empréstimos a governos estrangeiros em troca da abertura de mercados para as empresas americanas, essas operações eram ainda muito limitadas e não chegavam a representar uma penetração maior dos bancos americanos no exterior (KONINGS, 2011).

---

<sup>49</sup> Segundo Konings (2011), diferentemente das letras de câmbio utilizadas nos mercados britânicos, os *commercial papers* americanos eram menos seguros, não podiam ser endossados e nem dispunham de características que permitissem sua liquidação automática, o que os tornavam completamente inúteis para o financiamento de transações internacionais.

<sup>50</sup> Eichengreen (2011, p. 17-18) menciona duas ordens de exceções. A primeira, remete a “International Banking Corporation, instituição especializada cujo objetivo era prestar serviços bancários no exterior, mas que, para impedi-la de explorar essa vantagem e dominar o mercado interno, não podia participar de negócios bancários nos Estados Unidos”. A segunda exceção, por sua vez, remete aos bancos privados americanos que “não precisavam de carta-patente estadual ou federal e, portanto, não estavam sujeitos a restrições regulatórias”, podendo contar com “sucursais ou correspondentes no exterior”. Apesar disso, o autor ressalta que mesmo esses “bancos privados contribuíam para o financiamento do comércio exterior dos Estados Unidos apenas de maneira limitada” em função das desvantagens de custo frente aos bancos britânicos.

<sup>51</sup> A concessão de crédito a comerciantes estrangeiros exigia informações sobre suas atividades, e os bancos ingleses, com sua ampla rede de agências, desfrutava de condições privilegiadas. Do mesmo modo, os bancos franceses, alemães e holandeses também tinham redes de agências no exterior, o que não ocorria em os bancos americanos, que eram proibidos de abrir agências não só no exterior, mas até além das fronteiras estaduais. Em alguns estados, os bancos não podiam abrir agências.” (EICHENGREEN, 2011, p. 17).

Em consequência, a circulação do dólar fora dos Estados Unidos permanecia limitada a pequenos volumes e praticamente não era utilizada no financiamento das importações e exportações americanas, geralmente denominadas em libras ou, com menos frequência, em francos ou marcos (EICHENGREEN, 2000, p. 77).

Assim, em função da posição ocupada pela Grã Bretanha e das restrições próprias a estrutura financeira estadunidense, a finança norte-americana permanecia substantivamente orientada ao âmbito doméstico – “until well into the twentieth century, American finance was characterized by an inwardly oriented dynamic of expansion” – (KONINGS, 2009, p. 49), restando obstruída a construção de vínculos orgânicos com os mercados financeiros internacionalizados (EICHENGREEN, 2000; 2011).

Essa condição passou a ser revertida no curso da segunda década do século XX em decorrência tanto das demandas materiais impostas pela Grande Guerra, quanto do aprimoramento da estrutura financeira dos Estados Unidos, que, conforme apontado anteriormente, foi o resultado de disputas internas que permitiram a finança avançar na construção de um novo arranjo institucional.

No que se refere a criação de condições institucionais e de estratégias de atuação que permitissem a internacionalização da finança estadunidense, Konings (2011) e Eichengreen (2011) destacam as mudanças legadas pelo Federal Reserve Act de 1913 e a atuação do governo e dos financistas americanos na política de financiamento das dívidas de guerra e de reconstrução dos países europeus devastados pelo conflito.

Primeiro, a nova legislação resolvia as desconfianças provocadas pela ausência de um banco central com a criação do Federal Reserve System. Depois, possibilitava a amplificação da ramificação internacional das instituições bancárias americanas, permitindo que bancos estadunidenses instalassem filiais e sucursais no exterior e negociassem letras de câmbio: “Em fins de 1920, instituições financeiras americanas operavam 181 agências no exterior.” (EICHENGREEN, 2011, p. 28).

Ademais, como havia se difundido entre a comunidade financeira de Nova York a percepção de que era necessário emular as práticas adotadas pelo *Bank of England* e, assim, desenvolver um mercado americano de compra e venda de aceites comerciais que permitisse tanto regular a oferta de crédito e estabilizar os mercados financeiros americanos por meio de operações de compra e venda de letras de

câmbio por parte dos *Reserve Banks*<sup>52</sup>; quanto tornar Nova York uma praça financeira mais atraente; um esforço consciente foi empreendido e o mercado de aceites efetivamente cresceu, possibilitando a internacionalização do dólar no curso da década de 1920 (EICHENGREEN, 2011).

Além dessas emulações de práticas bancárias britânicas pela finança estadunidense, também a forma como o endividamento de guerra dos países europeus foi aproveitado pelo governo e pelos financistas americanos permitiu aos Estados Unidos alçarem-se à condição de desafiar a posição da Grã Bretanha nos mercados financeiros internacionais. Apesar das justificativas aventadas pelos países europeus sobre o esforço de guerra, a destruição econômica provocada pelo conflito e, em alguns casos, as onerosas indenizações definidas após o conflito, de um lado, o governo americano demandava rigorosamente o pagamento dos empréstimos concedidos<sup>53</sup> enquanto de outro, emissários enviados por Benjamin Strong, do Federal Reserve de Nova York, encarregaram-se de percorrer a Europa estimulando a contratação de financiamentos perante instituições americanas para pagar as dívidas contraídas<sup>54</sup> (EICHENGREEN, 2011).

Além disso, se antes do início da Guerra os americanos já haviam ultrapassado a ex-metrópole na produção de bens e serviços e na

---

<sup>52</sup> “Como governador do Fed de Nova York, Strong reconhecia que a existência de um mercado de aceites comerciais oferecia ferramentas para que o Banco da Inglaterra gerenciasse as condições do crédito. Para ele, o fortalecimento desse mercado aumentaria a competitividade da indústria americana e expandiria o comércio exterior do país. Ele via tudo isso como um projeto a ser apoiado pelo Federal Reserve System. Seguindo a liderança de Strong, o Federal Reserve Board instruiu as agências regionais do sistema a comprar aceites por conta própria. Assim, os bancos da reserva passaram a adquirir esses títulos para estabilizar e reduzir as taxas de redesconto, enquanto o comportamento favorável das taxas de redesconto, por sua vez, estimulava o crescimento do mercado.” (EICHENGREEN, 2011, p. 29).

<sup>53</sup> “Although European countries argued that the question of war debts should be seen in conjunction with the large losses they had sustained and the issue of reparation payments, the United States refused to acknowledge any such connection and demanded repayment.” (KONINGS, 2011, p. 73).

<sup>54</sup> “Assim agindo, Strong entrava em competição ostensiva com Montagu Norman, seu colega do Banco da Inglaterra, que exortava os países a buscar assistência para a estabilização financeira não nos Estados Unidos, mas na Liga das Nações – da qual os Estados Unidos [...] não eram membro.” (EICHENGREEN, 2011, p. 30-31).

exportação de mercadorias, com multinacionais norte-americanas expandindo suas operações na América Latina e na Ásia (EICHENGREEN, 2011), as demandas materiais provocadas pelo conflito garantiram que a curva de exportações estadunidenses seguisse uma trajetória ascendente. Consequentemente, na medida em que os países europeus incorriam em crescentes déficits, os Estados Unidos se tornavam credores líquidos pela primeira vez na história (KONINGS, 2011). Assim, quando os países europeus buscaram recursos externos, os fundos acumulados pelos Estados Unidos apareceram como fonte óbvia:

“Durante toda a década de 1920, capitais fluíram dos Estados Unidos, onde eram abundantes, para a Europa, onde eram escassos. Os bancos americanos promoveram emissões de bônus, para governos e empresas europeias, denominando-os em dólar, para comercializá-los entre investidores americanos. E abriram estabelecimentos de varejo para difundi-los entre pequenos investidores. [...]. O principal impacto desses fluxos financeiros foi reforçar o papel internacional do dólar. Antes da guerra, a taxa de conversão do dólar era cotada em menos centros financeiros que moedas secundárias [...]. Agora, a moeda americana era cotada com mais frequência que todas as rivais. Na segunda metade, os aceites estrangeiros em dólar eram superiores aos aceites estrangeiros em libra esterlina por um fator de dois. Em 1924, o dólar abrangia uma fatia maior das reservas em moeda estrangeira de bancos centrais e de governos que a libra.” (EICHENGREEN, 2011, p. 31-32).

Tem-se, portanto, que as condições distintivas que garantiam a posição privilegiada da Grã Bretanha perduraram até a Grande Guerra, mas foram deteriorando-se no curso das décadas de 1920 e 1930 (EICHENGREEN, 2000). O conflito alterou as circunstâncias que permitiam o funcionamento do padrão ouro na Europa Ocidental, provocando a deterioração da posição da Grã Bretanha e a consequente instabilidade e posterior desvalorização da libra ao ponto de sua conversibilidade ser suspensa. Enquanto isso, o insulamento e o dinamismo da economia americana mantinham um ambiente

suficientemente estável para seguir garantindo a conversibilidade do dólar em ouro.

Assim, a criação do Federal Reserve, a internacionalização de algumas instituições financeiras americanas e o desenvolvimento inicial de um mercado de aceites comerciais nos Estados Unidos permitiram inaugurar o ensaio da gradativa internacionalização do dólar (EICHENGREEN, 2011).

A segunda década do século XX abarcou, então, um período de inflexão na posição ocupada pela finança estadunidense nos mercados internacionais (KONINGS, 2011). Sustentar esse argumento não corresponde, no entanto, à afirmar que, nesse momento, os pilares que permitiriam erigir a transferência da hegemonia nas finanças entre a Grã Bretanha e os Estados Unidos já estivessem complementemente desenvolvidos.

Konings (2009; 2011) sublinha que nesse período a expansão das finanças americanas ainda permanecia substancialmente restrita ao ambiente doméstico dos Estados Unidos e que os eixos de conexão entre o ambiente doméstico americano e o os mercados financeiros internacionais não traduziam-se em vinculações orgânicas – conforme se verá adiante, essa é uma diferença particularmente importante promovida pela ordenação institucional inaugurada sob o New Deal:

“The challenge to Britain’s position in international finance was a result not of an outward expansion of the new system of American finance but rather of the intergovernmental debts incurred by European countries during World War I. This highly politicized structure of public credit relations was not accompanied by the construction of organic linkages between the dynamics of American finance and the sphere of international finance (Arrighi 1994: 271–2). [...]. The publicly created credit relations of debt organized around the dollar were not part of the formation of an organic set of connections between American finance and the world economy (Stern 1951): They did not replace but were rather 'superimposed' on private credit relations based on the sterling system (Brown 1940: 138; quoted in Langley 2002: 62). The dollar’s role as a private transactions currency was limited, and as a result sterling retained a considerable degree of strength in international

trade and its financing, also enhanced by the fact that for a long time Britain still adhered to free trade policies while the United States was already becoming increasingly protectionist (McKercher 1988: 435).” (KONINGS, 2011, p. 70-76).

Nesse sentido, prossegue Konings (2011), devido à ausência de uma infra-estrutura internacional de relações de crédito privado centradas no dólar, os Estados Unidos permanecia incapaz de assumir a liderança frente às finanças internacionais. Isto é, no que se refere a finança, ainda não haviam sido desenvolvidas capacidades institucionais suficientes ao desempenho de uma função ordenadora e diretiva no plano financeiro internacional.

A partir dessa exposição é possível elencar algumas considerações sobre a emergência da alta finança estadunidense na transição entre os séculos XIX e XX.

De um lado, procurou-se apresentar como o desenvolvimento das forças produtivas que acompanhou a expansão doméstica do mercado estadunidense, as inovações jurídico-institucionais que passaram a caracterizar a empresa capitalista norte-americana e as transformações na dinâmica de intermediação financeira associaram-se e envolveram a conformação da alta finança enquanto fração específica da classe capitalista estadunidense, cuja riqueza “aparecia sob a forma de capital de empréstimo”, constituído principalmente por “portfólios de ações e obrigações” que proporcionavam “juros e dividendos” aos seus proprietários (DUMÉNIL; LÉVY 2010, p. 202), lhe conferindo o “caráter de uma burguesia financeira” (DUMÉNIL e LÉVY, 2010, p. 189).

Por outro lado, essa abordagem também coloca em relevo a dinâmica de conflito subjacente ao processo histórico de ascensão da finança, que passa a ser entendido como produto do desenvolvimento das correlações de força estabelecidas entre diferentes frações de classe, portadoras materiais de determinados interesses, que conformaram historicamente a sociedade civil americana.

Essa fração de classe passou a organizar-se politicamente e a concentrar amplos poderes em diferentes níveis da estrutura de Estado, alterando a correlação de forças até então estabelecida no interior do complexo Estado-sociedade civil e redefinindo o panorama político norte-americano.

Por fim, a mencionada abordagem também coloca em destaque a dimensão institucional das transformações sócio-históricas, na medida em que compreende as instituições tanto como veículos por meio do quais concentram-se e traduzem-se determinadas percepções e interesses de classe; quanto como dimensão integrante do próprio poder político mobilizado pelas diferentes frações de classes cujos interesses estão colocados em disputa. Analisa-se adiante cada um desses processos.

A crescente influência exercida por essa fração de classe traduziu-se na conformação de um perfil institucional para a finança bastante específico, cujo corolário foi a consolidação do *Federal Reserve System* – “With the establishment of the Federal Reserve, the domestic financial system became markedly more stable” – que possibilitou a consequente ampliação do “domínio autorizativo”<sup>55</sup> do dólar – “In addition the dollar began to compete seriously with sterling as an international currency, and New York began to challenge London as an international banking center” (BROZ, 1999, p. 65).

Ainda sob esse aspecto, é importante salientar as iniciativas de promoção de uma política externa para as finanças assentada na diplomacia do dólar e especialmente orientada para a região de

---

<sup>55</sup> Para formalizar a noção de redes monetárias, COHEN (2014, p. 34-35) distingue entre três possíveis significados do domínio monetário. O domínio territorial remete ao enfoque convencional, definido pela jurisdição política dos governos emissores. Da noção de domínio transacional deriva um enfoque relacional, definido pela extensão de uso direto de cada moeda para vários propósitos monetários, quer em seu país de origem ou em outro lugar. Por fim, pelo domínio autorizativo têm-se a combinação entre territorialidade e transações de modo a captar a função fundamental de ambas as influências da geografia monetária, governos e mercados: “A noção de domínio autorizativo atua como a principal variável em um modelo de geografia monetária baseado no fluxo. [...]. Um domínio puramente transacional é a abordagem típica dos estudos empíricos do dinheiro internacional, e certamente parece captar uma concepção funcional da geografia. Mas uma abordagem desse tipo é, na verdade, parcial e potencialmente enganosa, pois negligencia as conexões indiretas entre os espaços monetários que resultam da competição e de relacionamentos hierárquicos. Não podemos nos esquecer dos sistemas de poder e governança que estão implícitos nas configurações alternativas do espaço monetário. As relações monetárias, sendo competitivas, são uma questão não apenas do uso, mas também da autoridade. Elementos de dominância e dependência claramente entram também no quadro, como resultado de forças do mercado ou de decisão política”. Assim, na medida em que os agentes privados passam a utilizar determinada moeda em suas transações essa moeda passa a ser “autorizada”.



influência americana na América Latina e em parte do Pacífico (ROSENBERG, 1999; PANITCH; GINDIN, 2013).

Esses significativos esforços, no entanto, contrastavam com o ainda limitado nível de internacionalização da finança estadunidense, que restava obstada tanto pela conservação da posição da Grã Bretanha nas finanças internacionais, quanto pelas deficiências institucionais da arquitetura financeira doméstica dos Estados Unidos: “due to the absence of an international infrastructure of dollar-centered private credit relations, the United States was not just reluctant but unable to provide organic hegemonic leadership” (KONINGS, 2011, p. 71).



### 3 O INTERREGNO DA FINANÇA (1933 - 1969)

O florescimento dos mercados financeiros internacionais experimentado na transição entre os séculos XIX e XX foi subitamente interrompido pela Grande Depressão dos anos 1930 (HELLEINER, 1994). Posteriormente, tanto o New Deal quanto a Conferência de Bretton Woods tornaram-se expressão das mudanças nas relações de poder que redefiniram a economia política norte-americana e a ordem financeira global durante as décadas de 1930 e 1940.

Embora os significados atribuídos a esses marcos variem consideravelmente, argumenta-se no presente capítulo que, mais do que uma interrupção forçada do poder da alta finança, esse período traduziu-se num momento de recriação das condições e de construção das capacidades que mostrar-se-iam fundamentais para a posterior internacionalização e hegemonia da finança estadunidense na ordem global. Para tanto, subdividiu-se a presente seção em duas partes.

Na primeira, analisa-se o impacto do New Deal na construção de capacidades institucionais e na redefinição da estrutura financeira norte-americana, ressaltando, sobretudo, a posição ocupada pela grande finança estadunidense no rearranjo de forças domésticas estabelecido na esteira da Grande Depressão da década de 1930.

Na segunda, discute-se o restabelecimento das condições da acumulação de capital em escala global inaugurada na segunda metade da década de 1940, após a conferência de Bretton Woods e identifica-se os interesses e as estratégias mobilizadas pela finança estadunidense na tentativa de promover e coordenar a expansão internacional dos mercados financeiros e as fricções resultantes dessas iniciativas.

#### 3.1 A CONSTRUÇÃO DE CAPACIDADES INSTITUCIONAIS E A REDEFINIÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA ESTADUNIDENSE SOB O NEW DEAL

O New Deal constitui-se com um amplo programa de reformas implementadas na esteira da Grande Depressão dos anos 1930 com o objetivo de promover a recuperação econômica dos Estados Unidos. Tendo em vista os objetivos específicos da presente pesquisa, enfatizar-se-á os aspectos do New Deal que remeteram à construção de capacidades estatais e à reordenação da estrutura financeira estadunidense, na medida em que esses avanços permitiram *direcionar* a

dinâmica da acumulação financeira nos Estados Unidos e serviriam de base para a internacionalização da finança norte-americana no pós-guerra:

**“[The New Deal] was marked not by an ambition to restore the relatively restrictive financial conditions of nineteenth-century liberalism, but rather by the idea that the expansionary dynamics of American capitalism needed to be actively managed.** Thus, while the New Deal was very much a response to widespread discontent (Vittoz 1987) and sought to restore popular faith in the financial system, it should not be understood primarily in terms of the re-embedding or social-democratization of American capitalism. **The New Deal reflected an acute awareness of both the potential benefits of the hegemonic integration of the American population into the financial system and the fact that the volatility of financial expansion needed to be managed through modern policies of macroeconomic stabilization.**” (KONINGS, 2009, p. 55, grifos meus)

A desconfiança popular frente a alta finança, exacerbada pelo agravamento da grande depressão, foi aproveitada politicamente pela campanha de Franklin Delano Roosevelt em 1932, cuja eleição encerrou o período de hegemonia republicana no governo federal inaugurado nas eleições presidenciais de 1896<sup>56</sup>. No entanto, apesar do apelo retórico democrata endereçar aos grandes banqueiros uma série de ataques,

---

<sup>56</sup> Desde a vitória de William McKinley na eleição de 1896, que inaugurou uma nova correlação de forças e representação partidária nos Estados Unidos, seguiu-se uma sucessão de governos republicanos com Theodore Roosevelt e William Howard Taft que foi interrompida apenas por dois mandatos do democrata Woodrow Wilson, mas foi retomada com Warren G. Harding e perdurou com Calvin Coolidge e, por fim, Herbert Hoover até 1932. Durante a campanha de 1896, os republicanos emergiram como portadores das aspirações de um amplo conjunto de forças que congregava desde a elite industrial e financeira até as classes médias profissionais, o proletariado industrial qualificado e mesmo parcelas dos setores agrários das regiões mais modernas da economia americana no que ficou conhecido como “Fourth Party System” (LIND, 2013).

parcela significativa da finança endossou o programa democrata e integrou a heterogênea composição social formada em torno do New Deal, que englobava também o proletariado industrial, as classes médias urbanas, setores vinculados ao comércio internacional, grandes industriais e mesmo fazendeiros das regiões mais modernas dos Estados Unidos (LIND, 2013).

Assim, conforme descrito por Konings (2011), a conjuntura em meio a qual instituiu-se o New Deal também foi atravessada por rearranjos de forças entre as elites industrial e financeira que refletiram-se na redefinição da representação partidária dos interesses dessas frações de classe e traduziram-se no significativo apoio do establishment industrial e financeiro americano ao empreendimento democrata.

Em relação ao setor industrial, Konings (2011) destaca o crescente descompasso entre a relevância econômica encarnada pelas multinacionais americanas e o seu nível de influência política nas administrações republicanas, que não vinham contemplando as demandas setoriais por reduções tarifárias, abertura comercial e clemência em relação as dívidas de guerra contraídas pelos países da Europa central – que passaram a acolher um fluxo cada vez maior de investimento estrangeiro direto norte-americano.

Além disso, prossegue o autor, as políticas republicanas para o plano doméstico também passaram a ser percebidas pelo setor produtivo como inadequadas: a passividade da regulação competitiva para a indústria e para as finanças, que limitava-se ao incentivo à autorregulação voluntária<sup>57</sup>, parecia insuficiente para a promoção de uma recuperação econômica substantiva, gerando demandas por um programa regulatório mais abrangente e efetivo, definido por uma intervenção estatal maciça, capaz de inaugurar um pacto social compatível com a matriz dinâmica intensiva em capital que caracterizava as grandes corporações americanas (KONINGS, 2011).

Assim, conclui Konings (2011, p. 79): “The Republican reluctance to consider implementing a comprehensive program for state-

---

<sup>57</sup> Especificamente quanto a essa questão: “Republican domestic policies were considered equally troublesome: While the relatively gentle methods of Progressive reform increasingly gave way to a repressive clampdown on labor, the approach to the regulation of competition in industry and finance was very passive, limited to the encouragement of business efforts at voluntary regulation. As the Depression deepened, the limits of such voluntarism became increasingly apparent and led to calls for a more comprehensive program of state regulation and enforcement (Vittoz 1987).” (KONINGS, 2011, p. 79).

led recovery led many of these industrialists to shift their allegiance to the Democrats”.

Em relação à alta finança, a hostilidade dirigida contra a grande concentração no setor e, especialmente, ao portador simbólico do poder da finança perante a sociedade civil americana, J. P. Morgan Jr., foi aproveitada por banqueiros que pretendiam desmobilizar a influência exercida pela família Morgan na comunidade financeira de Nova York:

“These bankers were more alert to new business opportunities and less averse to joining commercial banks in exploiting the opportunities associated with the expansion of ‘low finance’ during the 1920s (Perkins 1999). To them, the situation represented a way to dissolve the Morgan-owned glue that held together existing financial networks and so to open up the eld to new players (Ferguson 1981). In the Democratic Party, they were able to strike up an unlikely alliance with Western banks.” (KONINGS, 2011, p. 89).

Panitch e Gindin (2013), argumentam que essa cisão no interior das finanças deveu-se sobretudo a diferentes compreensões sobre como avançar o objetivo de tornar Wall Street o principal centro financeiro internacional. Isso porque, conforme descrito por Giovanni Arrighi (1994, p. 281), “Nova York, em si, continuava inteiramente subordinada a Londres, tanto em termos organizacionais quanto intelectuais”.

Apesar de “o grande aumento da participação norte-americana na liquidez mundial durante a guerra” ter traduzido-se em “um aumento igualmente significativo do poder e da influência da comunidade financeira nova-iorquina em geral e da Casa Morgan em particular”, essa influência crescente desenvolveu-se “dentro das redes de altas finanças baseadas em Londres”, não alterando, portanto, “o modo de funcionamento do sistema monetário mundial” (ARRIGHI, 1994, p. 291).

Assim, enquanto a Casa Morgan procurava expandir gradualmente a influência americana em Londres, mobilizando inclusive o *Federal Reserve* de Nova York na tentativa de proteger a libra e conservar o padrão ouro, outros banqueiros propunham uma alternativa à essa condição subordinada:

“The passage a few months later of the Glass-Steagall Act to regulate the domestic banking system by separating commercial banks from investment banks [...] was widely seen as delivering ‘the coup de grace to the House of Morgan.’ But this was by no means unpalatable to all the bankers. If anything, it signaled the victory of those on Wall Street, such as the Rockefellers, who since the end of World War I had looked to making New York the world’s financial center directly, instead of gradually expanding American financial influence in London. As early as the 1928 election, Chicago bankers, and even some major New York investment houses, had been ‘enraged by the House of Morgan’s use of the New York Fed to control American interest rates for the sake of international objectives’ (in other words, keeping US interest rates low to protect sterling under the revived gold standard). In this context, and in light of Morgan’s close ties with the Republican administrations of the 1920s, some of these bankers had shifted their support to the Democratic Party.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 57).

Também Eric Helleiner (1994) avança o argumento de que cisão de interesses entre a alta finança explica o apoio de parte dos grandes banqueiros às políticas iniciais do New Deal, ressaltando que, tão logo as reformas implementadas entre 1933 e 1935 passaram a surtir efeito, o apoio dos banqueiros às iniciativas mais radicais declinou ao ponto de representantes de Wall Street distanciarem-se progressivamente da administração democrata para denunciar os gastos públicos supostamente excessivos, as políticas supostamente inflacionárias e os avanços regulatórios promovidos pelo governo federal.

Konings (2011) também analisa a redefinição na forma como a agenda de reformas progressista passou a ser politicamente utilizada pela finança. Segundo o autor, se antes da Grande Depressão a agenda progressista foi avançada com o intuito de promover reformas institucionais modernizantes capazes de isolar as instâncias de tomada de decisão e dissuadir as pressões populistas – conforme analisado na criação do *Federal Reserve System*, por exemplo – com o New Deal a agenda passou a ser utilizada com a finalidade integrar as classes

populares à dinâmica financeira, colocando as aspirações populares à serviço da finança<sup>58</sup>.

Segundo Konings (2011), portanto, a dimensão financeira do New Deal não implicou uma repressão ao poder da finança: antes disso, representou uma reordenação da própria correlação de forças no interior dessa fração de classe e uma redefinição na forma de utilização política da agenda de reformas progressista.

Cabe agora analisar sob quais aspectos as reformas implementadas contribuíram para a consolidação do poder da finança. A partir da detalhada análise de Konings (2011) sobre o desenvolvimento do sistema financeiro americano, depreendem-se quatro principais contribuições das reformas legadas pelo New Deal ao poder da finança.

A primeira remete a reorganização do sistema financeiro americano por meio da compartimentação setorial e da criação de uma macroestrutura de supervisão sobre o setor. Nesse sentido, cabe mencionar o *Glass-Steagall Act* de 1933, que promoveu a separação entre bancos comerciais e bancos de investimento<sup>59</sup>, o *Securities Exchange Act* de 1934 que instituiu a *Securities and Exchange Commission* (SEC), instância regulatória para o mercado de seguros, e a *Regulation Q*, que determinava a proibição do pagamento de juros sobre depósitos à vista e definia taxas máximas para outras formas de depósitos, de modo a reduzir, assim, a concorrência entre os bancos comerciais<sup>60</sup>. Além disso, também em 1933 foi criada a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), uma agência governamental responsável por garantir os depósitos mantidos pelos bancos membros do *Federal*

---

<sup>58</sup> “If before the Depression corporate and financial elites had already been able to use the Progressive reform ethos to defuse the radical potential of social and industrial resistance (Bernstein 1968; Weinstein 1968; Gordon 1994), from the New Deal onward it would allow them to make the aspirations of the working classes positively serviceable to the exigencies of capital accumulation.” (KONINGS, 2011, p. 78).

<sup>59</sup> “Banks were to choose between the business of taking deposits and making loans or the dealing in long-term capital (Benston 1989), preventing institutions holding the public’s deposits from using those funds to speculate on securities.” (KONINGS, 2011, p. 82).

<sup>60</sup> “Although the activities of commercial banks were curtailed in important ways, the New Deal reforms also offered them some significant advantages: The segmentation of the financial system reduced competition among financial intermediaries, and the interest rate ceilings ensured a steady supply of cheap funds (Mason 1997).” (KONINGS, 2011, p. 82).



*Reserve System*, de modo a restaurar a confiança no sistema bancário e evitar corridas contra essas instituições<sup>61</sup> (KONINGS, 2009; 2011).

Konings (2011) também cita como os incentivos governamentais concedidos às associações de poupança e de crédito, a criação do *Federal Home Loan Bank System* em 1932 e da *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) em 1938 e o crescimento dos fundos de pensão e das companhias de seguro decorrentes da ampliação das contratações pelo setor público federal e das exigências trabalhistas inauguradas pela legislação laboral do período ampliaram a integração da sociedade civil às finanças e lançaram as bases para o desenvolvimento dos investidores institucionais.

Por fim, Konings (2011, p. 101) menciona o desenvolvimento institucional do *Federal Reserve System*: de um lado, novas atribuições foram colocadas à disposição da instituição, ampliando a discricionariedade na definição de condições de elegibilidade para integrar o sistema de reserva, de requisitos mínimos de capital a serem comportados pelos bancos associados e de critérios de empréstimo; de outro, abriu-se ao Federal Reserve uma margem mais ampla para atuar de forma ativa na regulação da criação de crédito, na medida em que a atribuição de funcionar como emprestador de última instância foi transferida para o FDIC: “It could no longer think of itself as a bankers’ bank but was expected to use its powers to prevent economic downturns. In the context of recovery from the Depression, this meant facilitating expansionary Fiscal policies”.

Além disso, Braga e Cintra (2005, p. 258) mencionam que “o Federal Reserve instituiu uma política que beneficiava os devedores (manutenção de uma taxa de juros baixa), ao mesmo tempo em que favorecia a expansão dos ativos dos bancos comerciais, principal grupo credor da economia”. Assim, prosseguem os autores, “a liquidez das instituições financeiras, o relativamente baixo nível do endividamento privado e o seguro de depósito mantiveram as taxas de juros em níveis baixos e estáveis”, reduzindo-se “as incertezas sobre os custos de captação das instituições de depósito” e facilitando “a expansão dos empréstimos a taxas de juros fixas”.

---

<sup>61</sup> “After the introduction of deposit insurance, only a few banks every year would fail, compared to hundreds every year before (and thousands during the period 1929–33). In this way, deposit insurance also reduced banks’ concern with liquidity and facilitated their pursuit of risky investment strategies. In particular, it removed commercial banks’ residual concerns about the expansion of consumer lending (Calder 1999: 283).” (KONINGS, 2011, p. 83).

Essas reconfigurações institucionais e regulatórias funcionaram restaurando progressivamente a confiança da sociedade civil americana no sistema financeiro dos Estados Unidos e viabilizando a ampliação da integração das classes populares à dinâmica financeira, criando novas relações de interdependência entre essas classes e a finança e, mais importante, ampliando a base a partir da qual poderia desenvolver-se a acumulação financeira:

“[...] in the financial sphere the New Deal institutions were all along oriented more toward promoting than reducing the working classes’ integration into and dependence on the financial system. They sought to restore popular faith in the financial system by compartmentalizing it [...], fortifying sectors with populist appeal (such as the market for mortgages, with its strong links to the American dream) and through policies favorable to pension funds and insurance companies.” (KONINGS, 2011, p. 83).

Como expressão desse processo de integração e conseqüente ampliação do conjunto de intermediações financeiras tem-se que, durante os cinco anos entre 1949 e 1954, o débito privado total cresceu quase três vezes mais rápido do que durante os cinco anos imediatamente anteriores à Crise de 1929 (KONINGS, 2011, p. 100).

A terceira – estreitamente relacionada às duas primeiras – remete ao caráter estrutural que passou a qualificar os instrumentos de operacionalização da política econômica mobilizada pelo Estado norte-americano. Segundo Konings (2011, p. 80), as reformas promovidas pelo New Deal intensificaram a incorporação das relações socioeconômicas pela finança – um processo que vinha desenvolvendo-se de forma mais consistente desde o início do século XX com a mediação de dimensões cada vez mais amplas da reprodução da vida material por normas e instituições financeiras – estabelecendo uma conectividade crescente entre a vida socioeconômica e as finanças que permitiu o desenvolvimento da percepção de que a economia doméstica poderia ser regulada a partir do ajustamento de variáveis e da intervenção governamental pela via institucional, que passaram a ser utilizadas pelas autoridades públicas na promoção de políticas econômicas:

“Policy makers recognized that the growing connectivity of socioeconomic life was not just responsible for intense contradictions but also opened up new possibilities for public policy. The significance of the New Deal lies in this (partial) realization of the potential for infrastructural power. [...]. The New Deal involved not a quantitative rebalancing of the logics of state and market but rather a qualitative transformation of the uses of public authority.” (KONINGS, 2011, p. 80).

A quarta reconfiguração político-institucional do Estado norte-americano avançada com o New Deal remete à redefinição da política externa dos Estados Unidos: diferentemente da concepção predominante durante as administrações republicanas, segundo a qual entendia-se a interação nos mercados internacionais como um jogo de soma zero onde os interesses nacionais norte-americanos deveriam ser avançados por meio da deterioração da competitividade de nações concorrentes, as políticas democratas orientavam-se por uma concepção de política econômica que atribuía às conexões entre o capital americano e a economia internacional um caráter de compatibilidade e reforço mútuo. Essa redefinição de percepções implicou a adoção de políticas baseadas no livre comércio e na redução tarifária recíproca:

“Connections between American capital and the international economy were no longer seen as primarily a threat to the sovereignty of the American state, and an awareness emerged that such linkages could in fact increase the leverage and capacities of American actors and policymakers. Thus, a very different approach to foreign economic policy emerged, based on multilateral free trade and reciprocal tariff reduction.” (KONINGS, 2011, p. 84).

Konings (2011, p. 84) ressalta, no entanto, que essa nova abordagem para a política externa emergiu gradualmente, tendo em vista que, durante as décadas de 1920 e 1930, tanto considerações sobre a premente necessidade de reorganizar a economia doméstica dos Estados Unidos ganharam precedência sobre qualquer objetivo de política

externa, quanto a situação global dificultava a implementação de princípios internacionalistas liberais:

“Initially, the Roosevelt administration was so consumed with the task of domestic crisis management that it eagerly exploited the easiest ways to quickly enhance its leeway to pursue inflationary policies at home. It refused to reschedule the debts, left the tariffs in place, and devalued the dollar. Although this is often seen as a continuation of America’s interwar isolationism, ‘to Roosevelt it seemed simply to be an announcement of how America was going about its own economic recovery’ (Hudson 2003: 109). In other words, it is important to appreciate the way in which Democratic policies differed from those of the Republican administrations of the 1920s. The early policies of the Roosevelt administration were not primarily motivated by a desire to squeeze the European economy and a conservative attitude toward America’s involvement in the world but rather aimed to enlarge the scope for activist domestic policies designed to pull the U.S. economy out of the Great Depression. The Roosevelt administration was not opposed to European recovery and realized that, in time, such might even assist the American recovery; the gravity of the situation of the moment nevertheless demanded an immediate domestic reflation and a degree of domestic policy autonomy that, given the circumstances, could not but come at the expense of European economies.”

Ao analisar a expansão doméstica da finança americana entre as décadas de 1940 e 1960, Konings (2011, p. 100) descreve que longe de estar subordinado às capacidades constrangedoras das instituições reguladoras, as finanças americanas passaram por uma dinâmica de expansão dramática após o New Deal.

Durante o período de cinco anos, entre 1949 e 1954, a dívida privada total aumentou quase três vezes mais rápido do que nos cinco anos que antecederam o crash de 1929:

After the New Deal, American finance could expand on a more stable footing. If investment bankers were no longer able to leverage their strategies by using other people's money and their control over the financial system was no longer so great as before, the segmentation of the financial system through Glass-Steagall also meant that they did not have to worry about competition from commercial banks with large balance sheets. Assisted by the SEC's eagerness to expand its regulatory scope through cooperation with private actors, before too long the securities industry began to reorganize itself through self-regulatory bodies, which allowed for the steady buildup of capacities for capital markets intermediation. But the growing network power embedded in American finance was especially pronounced in the commercial banking sector. [...]. The Federal Reserve's policies left banks highly liquid for a long time after the war and put them in an excellent position to respond to the growing demand for credit generated by post-World War II patterns of growth and consumption." (KONINGS, 2011, p. 108).

Na medida em que os Estados Unidos conseguiram avançar o programa de reformas estabelecido pelo New Deal e melhorar a situação doméstica da economia americana, ampliaram a margem de manobra no que se referia a política econômica, possibilitando a adoção de práticas diferentes das medidas protecionistas implementadas pelos países europeus<sup>62</sup> que funcionariam como um eixo fundamental na promoção da internacionalização da finança estadunidense durante a década de 1960 (KONINGS, 2011).

Por fim, cabe analisar como a profundidade e a persistência que caracterizaram a Grande Depressão permitiram reformular a relação

---

<sup>62</sup> "Thus, as Europe slowly descended into protectionism and nationalism, the United States, having provided itself with the necessary domestic policy leeway, took a rather different turn. [...]. Due to the internal transformation of the American state, American policy makers broadened their perspective on the gains it could derive from the international economy. The novel principles of multilateral free trade and reciprocal tariff concessions would become central to U.S. foreign policy during the following decades." (KONINGS, 2011, p. 85).

entre Estado e capital e promover a construção de capacidades institucionais suficientes à retomada da acumulação capitalista.

Conforme descrito por Panitch e Gindin (2013), durante as primeiras décadas do século XX, quando o movimento das economias nacionais passava à uma direção recessiva, a situação doméstica era agravada pela implementação de políticas deflacionistas pelos governos na tentativa de conservar o padrão-ouro e de compensar a perda de confiança da classe capitalista no compromisso absoluto com a estabilidade monetária e com a proteção da posição dos credores.

A insistência do governo republicano em replicar essa “resposta padrão” durante a década de 1930 implicou o agravamento da recessão no plano doméstico e internacional, reforçando a espiral recessiva<sup>63</sup>.

De um lado, essa dinâmica refletia a indisposição da classe capitalista norte-americana em estimular mudanças no processo de acumulação de capital (LEVINE, 1988); de outro, revelava a incapacidade do aparato estatal americano em conter os efeitos da crise e em congregar e direcionar a correlação de classes definida domesticamente num sentido que permitisse reformular o conjunto de “respostas padrão” que agravava a situação disruptiva da economia doméstica e global: “if the American state was unable to set the framework for other states’ economic policies at the beginning of the 1930s, neither was it yet able to channel domestic class forces in a way that was consistent with any such framework.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 55).

O discurso democrata evocava a percepção de que o capitalismo americano não poderia ser restaurado enquanto os interesses imediatos das diversas frações da classe capitalista continuassem dirigindo as iniciativas governamentais e enquanto o Estado norte-americano não dispusesse de capacidades e autonomia suficientes para desobstruir os entraves à recuperação econômica<sup>64</sup> (PANITCH; GINDIN, 2013). Em

---

<sup>63</sup> “In spite of the US state’s financial strength, as measured in its gold reserves, its options were now also constrained by the crisis of the gold standard. With financial capital speculating as to whether the US would be next to go off the gold standard and devalue the dollar, it was hardly surprising that the Federal Reserve further raised interest rates, thereby severely aggravating the economic downturn at home and abroad.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 53).

<sup>64</sup> “What distinguished the new Democratic administration from its Republican predecessors was above all the sense that the American capitalist system could not be restored by trying to reconstruct it with capitalists themselves acting as the main agents of the state. That practice obscured problems which were rooted in the very industrial, financial and class structures of modern capitalism, and

função desse entendimento, o traço distintivo do programa democrata traduzia-se na compreensão de que caberia ao governo mobilizar a estrutura estatal para coordenar a interação entre os diversos interesses capitalistas e regular a evolução da dinâmica econômica. Assim, a administração democrata inaugurou um novo padrão de relações ao posicionar o Estado na dianteira do processo de recuperação econômica<sup>65</sup> (LEVINE, 1988) e, conseqüentemente, reformular a “resposta padrão”.

Segundo Panitch e Gindin (2013, p. 55-56), no entanto, essas reformulações eram informadas por propósitos mais pragmáticos e conservadores do que geralmente se atribui ao New Deal. Roosevelt entendia que os governos tinham a responsabilidade de promover reformas regulatórias e sociais com alguma regularidade para evitar revoluções ou convulsões sociais que pusessem em risco a ordem estabelecida. Como veremos à frente, o New Deal realmente não só não erodiu a estrutura de poder instalada no complexo Estado-sociedade civil estadunidense como canalizou as aspirações populares em benefício das elites industrial e financeira e estabeleceu mecanismos de agregação e gerenciamento dos interesses da classe capitalista norte-americana:

“Central to FDR’s brand of American liberalism was the notion that states needed to undertake from time to time a fairly broad agenda of regulatory and social reform to forestall revolutions and wars. [...]. Writing to a friend in 1930 he said there was ‘no question in my mind that it is time for the country to become fairly radical for at least one generation. History shows that where this occurs occasionally, nations are saved from revolutions.’ This was, of course, to be what he liked to call a ‘sane radicalism,’ one

---

left the American state with insufficient relative autonomy or capacity to attend to them.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 55).

<sup>65</sup> “Prior to Roosevelt’s election, the notable Brain Trust (Adolf A. Berle Jr., Raymond Moley, and Rexford G. Tugwell) suggested a variety of economic measures in an attempt not only to win the presidential election but also to provide an accumulation strategy for economic recovery. [...]. This new strategy for accumulation was unlikely to arise out of the capitalist class itself; the state administration would have to assume the lead in the restructuring process.” (LEVINE, 1988, p. 65).

inspired by his favorite maxim: ‘Reform if you would preserve.’”

Segundo Rhonda Levine (1988, p. 65) também destaca as limitações que caracterizavam a estrutura burocrática estadunidense herdada pela administração Roosevelt e descreve os esforços em torno da construção de novas capacidades institucionais<sup>66</sup>, notabilizando o papel atribuído à coleta e monitoramento de informações e ao estabelecimento de canais de comunicação com o objetivo de congregar demandas e promover a regulação do processo de recuperação econômica:

“He [the notable Brain Trust member, Adolf A. Berle Jr.] suggested some kind of government machinery along the lines of an economic cabinet that would serve to collect information and provide a continuous economic audit as well as a coordination of the various relief measures, such as old-age pensions and sickness and unemployment insurance. Because of increases in the concentration and centralization of capital within the accumulation process, Berle argued that the state apparatus would have to initiate the policy suggestions that are outlined above in order that the state apparatus could aid in ‘regulating and unifying’ the capitalist class.”

Panitch e Gindin (2013, p. 61) sustentam que esse processo de construção de capacidades institucionais atribuiu ao aparato administrativo estatal a maior infusão de poder em tempos de paz até então verificada na história dos Estados Unidos e ilustram esse

---

<sup>66</sup> “[...] the conflicts within the industrial capitalist class over the best strategy for economic recovery did reveal to the Roosevelt administration that the bureaucratic structures inherited from previous administrations were inadequate to accomplish the tasks necessary to implement New Deal policies. These organizational forms constituted a structural impediment that hindered the nature and the type of recovery strategy that was historically possible. As a consequence, the Roosevelt administration was compelled to adjust, improvise, and tinker with the existing framework while it simultaneously attempted to create new structures.” (LEVINE, 1988, p. 17)



fortalecimento mencionando que a contratação de funcionários civis à nível federal dobrou e que o número de agências administrativas criadas durante o New Deal foi maior do que o verificado ao longo das três décadas anteriores:

“Federal civilian employment almost doubled; and the seventeen new administrative agencies created by the New Deal were as many as had been set up in the previous three decades. The federal state’s new capacities were not only bureaucratic but also fiscal, insofar as they met Roosevelt’s preoccupation with balancing the budget while at the same time ‘acquiring and sustaining independent sources of revenue that enlarged executive discretion.’ These enhanced capacities did not signify a dichotomy of purpose and function between state and capitalist actors, since they were mainly oriented to working with regulated industries to stabilize or rejuvenate private markets and stimulating private capital accumulation. They were most strongly institutionalized in the area of financial regulation, where a ‘network of public and semi-public bodies, individual firms and professional groups’ existed in a symbiotic relationship with one another, more or less insulated from democratic pressures. The NRA had failed to develop this type of private-public synergy in the case of industrial regulation, but the Reconstruction Finance Corporation certainly did so, using its creditor relationships with banks, loan associations, and railroads to funnel ‘enormous sums of money into a stagnant economy,’ using ‘governmental resources to prop up the economic order without altering patterns of ownership or control.’ (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 61-62).

Por fim, Levine (1988, p. 18) descreve a ocupação das principais agências estatais pela influência dos estratos capitalistas, analisa como as reformas do New Deal permitiram à elite capitalista regular as condições objetivas da acumulação de capital e, mais especificamente, as condições sob as quais se desdobraria o conflito de classes e conclui que a manutenção da hegemonia do capital monopolista no interior da

estrutura de Estado norte-americana garantida pelo New Deal verteu-se como traço definidor da nova fase experimentada pelo desenvolvimento capitalista nos Estados Unidos:

“The political structure was altered to correspond more closely with the imperatives of the accumulation process by having monopoly capital dominate key agencies and by having the industrial-union movement incorporated into a clearly subordinate position vis a-vis monopoly capital on the political terrain. The incorporation of the industrial union movement into the national process of political bargaining and into a more cooperative relationship via collective bargaining with monopoly capital, the resulting ideological consensus for capitalist rule, and the unchallenged political hegemony of monopoly capital – all combined to produce the conditions for a new phase of capitalist development. By attempting to resolve class conflicts and antagonisms, New Deal industrial policies simultaneously created new structural conditions that regulated the objective conditions for capital accumulation and the conditions under which future struggles would be waged.”

Tomando por base esse conjunto de aspectos, cabe concluir que no plano mais amplo da organização do aparelho estatal, o New Deal envolveu uma concepção de construção de capacidades institucionais e de aperfeiçoamento dos vínculos entre Estado e capital que traduziram-se na possibilidade de administrar organicamente o ritmo e a direção da acumulação capitalista nos Estados Unidos<sup>67</sup>. No plano mais específico da finança, por sua vez, as reconfigurações institucionais e regulatórias implementadas pelo New Deal redimensionaram a estrutura financeira estadunidense e integraram as classes populares à dinâmica das finanças,

---

<sup>67</sup> “In this sense, New Deal policy making reflected a further development of the Progressive awareness of the potentially symbiotic relationship between capitalist expansion and regulatory capacity. It expressed a vision of integral statehood through the creation of organic linkages between formal state institutions and the socioeconomic institutions governing everyday economic dynamics.” (KONINGS, 2013, p. 85)

ampliando a base a partir da qual desenvolveu-se a acumulação financeira, possibilitando uma expansão mais estável dos mercados financeiros – aspectos fundamentais para o desenvolvimento e posterior internacionalização da finança.

### 3.2 O RESTABELECIMENTO DAS CONDIÇÕES DA ACUMULAÇÃO DE CAPITAL EM ESCALA EM ESCALA GLOBAL SOB BRETTON WOODS

Refletindo a consolidação do poder estadunidense no plano internacional e a necessidade de reestabelecer as condições sociais, políticas e econômicas indispensáveis à retomada da acumulação capitalista em escala global, representantes de quarenta e quatro países reuniram-se sob os auspícios de Washington na Conferência de Bretton Woods, selando, em 1944, o acordo que demarcaria o início de uma nova ordem internacional (COELHO, 2012; HOBBSAWM, 1995).

A devastação das potências européias contrastava com o robustecimento institucional do aparato estatal norte-americano, com o dinamismo da economia doméstica e também com a renovada estrutura financeira estadunidense.

Se, durante as primeiras décadas do século XX, limitações institucionais e financeiras haviam dificultado que os Estados Unidos assumissem a função de ordenar e promover a retomada da acumulação capitalista em escala global, esses entraves pareciam enfim resolvidos:

“The US state now had a central bank, a largely merit-based professional civil service, a well-staffed Treasury, and a broad range of economic and financial regulatory agencies; and with US entry into the war it would also quickly establish an unrivaled, and permanent, military-industrial complex. Its capacity to act as a Great Power would then be no longer in question.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 63).

Associada a essa assimetria de condições, que pavimentou o caminho para a hegemonia americana no plano internacional e que terminou refletindo-se no fato de a versão final do acordo estabelecido em Bretton Woods ter aproximado-se muito mais da proposta americana

(EICHENGREEN, 2011), estava o apelo discursivo, evocado pelos setores empresariais, por lideranças políticas proeminentes como o então presidente Theodore Roosevelt e pelos canais de comunicação de massa, sobre a suposta responsabilidade que recaía sobre os Estados Unidos no sentido de assumir a liderança na construção das condições necessárias ao reestabelecimento da dinâmica internacionalizante do capitalismo:

“‘Responsibility for leadership’ and the US’s ‘great economic strength’ that had thrust such responsibility upon it—these were terms being widely employed inside the Roosevelt administration since 1939 to refer to what would be the American state’s unique role after the war in enabling the internationalizing dynamic of capitalism to operate once again. [...]. It was primarily an exercise in building public, and especially business, support for the strategy already being developed inside the state.” (PANITCH; GINIDN, 2013, p. 68).

Segundo Braga e Cintra (2005, p. 258-259), o regime monetário e financeiro internacional acordado em Bretton Woods sustentaria-se sobre quatro pilares. O primeiro, remeteria à edificação de um regime de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis. O segundo, ao estabelecimento do ouro como ativo de reserva internacional em função do qual os valores das demais moedas nacionais seriam determinados. Associados, esses dois pilares instaurariam um “padrão câmbio-ouro” que, ao atrelar a emissão monetária à uma base material, limitaria a expansão da liquidez internacional, impedindo a “ampliação sem limites do volume monetário no sistema financeiro internacional”.

O terceiro pilar de sustentação traduziria-se na livre conversibilidade entre as moedas soberanas, “garantindo a plena mobilidade dos capitais privados entre os países”, associada, no entanto, à discricionariedade governamental no estabelecimento de controles sobre os fluxos de capitais, permitindo, assim, a contenção de movimentos especulativos (BRAGA; CINTRA, 2004, p. 258-259).

Aos três primeiros pilares corresponderia ainda um “ordenamento institucional internacional” definido pela criação do Fundo Monetário Internacional com o objetivo de “dotar o sistema de um instrumento que monitorasse os balanços de pagamentos, na tentativa de evitar a ocorrência de desequilíbrios conjunturais, produto de problemas de

liquidez” e do Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, que seria responsável pelo provimento de crédito “para a recuperação das economias atingidas pela guerra” (COELHO, 2012, p. 23).

Os termos restritivos desse acordo idealizado por Dexter White e Henry Morgenthau – que inclusive chegou a afirmar durante a conferência de 1944 que o principal objetivo do novo regime era o de “drive the usurious moneylenders from the temple of international finance” (HELLEINER, 1994, p. 4) – sinalizavam a contenção da expansão financeira internacional.

Ocorre que, diante da destruição das demais economias capitalistas, “American finance *was* global finance” e, portanto, as iniciativas de contenção da expansão internacional dos mercados e dos fluxos financeiros implicariam obstruir a própria internacionalização do dólar e a ascensão de Nova York como principal centro das finanças internacionais (KONINGS, 2009, p. 58). Assim, especialmente a inclusão da possibilidade de adoção de mecanismos de controle sobre os fluxos de capitais era alvo de oposição por parte da finança estadunidense.

Esse aparente paradoxo levou muitos pesquisadores, inclusive vinculados às vertentes críticas da Economia Política Internacional, a analisarem o regime de Bretton Woods como expressão de uma contestação deliberada do poder da finança americana, como extensão do suposto “rompimento” iniciado pelo New Deal de Roosevelt entre o governo americano e a “haute finance” ou mesmo como manifestação da libertação da “política norte-americana” em relação à presumida subordinação ditada pelos interesses da finança (ARRIGHI, 1994, p. 287-288).

O marco teórico que embasa a presente pesquisa leva a conclusões contrárias à essas afirmações. Dois aspectos principais devem ser considerados aqui, o primeiro remete ao próprio poder mobilizado pela finança estadunidense, enquanto o segundo implica politizar o *embedded liberalism*, resignificando-o a partir dos condicionamentos colocados pela conjuntura do pós-guerra.

Em primeiro lugar, é imperioso reconhecer que a finança estadunidense foi exitosa em avançar seus interesses no imediato pós-guerra, ainda que isso tenha significado passar por cima dos termos acordados na Conferência de 1944 e “afundar o esquema original de White para a repressão financeira” (GOWAN, 2003, p. 41).

Conforme descrito por Helleiner (1994), desde as tratativas prévias à Conferência de 1944, as propostas de estabelecer mecanismos

de controle sobre os fluxos de capitais foram alvo de intensa oposição por parte da comunidade financeira de Nova York. Esses financistas entendiam que a imposição dessas barreiras provavelmente encerraria o lucrativo fluxo de capitais que continuavam a dirigir-se para Wall Street desde a Europa<sup>68</sup>; impediria a reconstrução de um sistema financeiro internacional liberalizado, do qual os bancos americanos poderiam tirar ampla vantagem na condição de principais instituições bancárias do mundo<sup>69</sup>; e poderia ser instrumentalizada para impedir que Nova York desafiasse a posição de Londres na área ainda sob domínio da libra<sup>70</sup>.

Além disso, esses banqueiros tendiam a compartilhar uma percepção segundo a qual a liberalização do fluxo de capitais desempenharia funções *saneadoras*, ao promover o progressivo ajuste das taxas de juros praticadas por cada país, e *disciplinares*, ao forçar governos a adotarem “sound policies” favoráveis aos interesses dos agentes do mercado:

“The bankers' objections were not motivated only by considerations of self-interest, however. [...]. Opposed to the idea of national fiscal and monetary planning, they argued that if rates were adjusted ‘appropriately’ - that is, in accordance with the objective of maintaining external balance instead of achieving domestic macroeconomic goals - equilibrating flows of short-term capital would be attracted to cover the external imbalance.

Some of the bankers also applauded speculative flows for the healthy discipline they exerted on governments attempting to pursue such ‘unsound’ policies. Winthrop Aldrich of the Chase National Bank, for example, argued that a dollar free of all capital controls was needed to ‘check domestic

---

<sup>68</sup> “Any U.S. obligation to control speculative flows would remove what had been a lucrative business for New York banks in the 1930s-receiving flight capital from Europe.” (HELLEINER, 1994, p. 39).

<sup>69</sup> “More broadly, a system that permitted other countries to control capital movements might prevent the rebuilding of an open, liberal international financial system from which they, as world's leading bankers after the war, would derive considerable benefit.” (HELLEINER, 1994, p. 39).

<sup>70</sup> “In particular, they feared that Britain would use capital controls to prevent them from challenging London's dominant position within the sterling area.” (HELLEINER, 1994, p. 39).

inflationary pressures' that might result from government management of the national economy." (HELLEINER, 1994, p. 39-40).

Em função da oposição demarcada pelos banqueiros de Nova York, prossegue Helleiner (1994, p. 50), modificações foram inicialmente feitas nos termos do Acordo, contrariando inclusive os interesses manifestados pela alta burocracia governamental e por grande parte do setor industrial norte-americano, que defendiam a adoção das medidas restritivas entendidas como necessárias para a reconstrução européia. A versão final aprovada na Conferência de Bretton Woods ratificou provisões restritivas aos fluxos de capitais, mas estas desempenhariam uma função apenas temporária (KONINGS, 2011).

Segundo Helleiner (1994), essa versão final refletia o diferencial de prestígio e influência política estabelecido entre as frações representadas por Keynes e White e a aliança forjada entre os banqueiros de Nova York e Londres. No entanto, apesar da aprovação de medidas restritivas às finanças na Conferência de 1944 e de sua ratificação pelo Congresso dos Estados Unidos em 1945, a chegada de Harry S. Truman à presidência dos Estados Unidos (ante o falecimento de Franklin D. Roosevelt) foi aproveitada pelos representantes dos grandes bancos norte-americanos de investimento para restaurar a influência política da finança entre as posições mais proeminentes da estrutura de Estado e fazer avançar os interesses mais imediatos dessa fração de classe.

Paralelamente a essa reação, a administração Truman “mudou rapidamente o *staff* da política externa” (MAGRI, 2014, p. 81) e os principais representantes governamentais norte-americanos envolvidos na aprovação dos termos do Acordo de 1944 – Morgenthau e White –, assistiam à deterioração de sua influência. A partir desse reequilíbrio de forças, a comunidade financeira de Nova York procurou posicionar a atenção dos decisores políticos na direção da proposta que havia sido formulada pelos próprios banqueiros americanos em oposição a versão apresentada pela burocracia do Tesouro e aprovada em Bretton Woods<sup>71</sup> (HELLEINER, 1994; KONINGS, 2011).

---

<sup>71</sup> Helleiner (1994, p. 52) cita o proeminente papel desempenhado por Winthrop Aldrich, filho de Nelson W. Aldrich, mencionado anteriormente como idealizador do Federal Reserve System, nesse processo de reorientação da política externa norte-americana.

Nos termos dessa proposta, baseada numa abordagem específica sobre o problema da estabilização monetária à nível internacional e conhecida como Key Currency Plan<sup>72</sup>, deveria-se promover a imediata restauração da conversibilidade entre o dólar e a libra, as duas “moedas-chave”, com o objetivo de restabelecer as transações monetárias internacionais (MIKESELL, 1945).

Essa restauração, argumentava-se, estabilizaria gradualmente as demais moedas em torno do dólar e da libra e reposicionaria a City e Wall Street nos mercados financeiros internacionais (HELLEINER, 1994; MIKESELL, 1945) – cabe ressaltar que, assim como durante o entre guerras, esses grandes centros financeiros seguiam atuando de forma essencialmente autocentrada em relação às economias domésticas (KONINGS, 2011).

Esse rearranjo de forças nos Estados Unidos produziu, então, o deslocamento da política externa norte-americana em uma direção que, ao menos em um primeiro momento, afastava-se do marco definido em Bretton Woods (HELLEINER, 1994).

Os bancos americanos de investimento dispuseram-se a oferecer à Grã Bretanha um grande volume de empréstimos em troca da aceleração do retorno à conversibilidade, que deveria ocorrer dentro do prazo de nove meses. Apesar do intento britânico, o esforço rapidamente fracassou, uma crise se instalou entre os países da Europa continental e a Grã Bretanha voltou a adotar mecanismos de controle dos fluxos de capitais em apenas algumas semanas (HELLEINER, 1994; KONINGS, 2011).

A crise provocada pela tentativa forçada de promover o restabelecimento da conversibilidade da libra em 1947 tornou a situação européia ainda mais dramática. Reforçou-se então a percepção de que a conversibilidade apenas poderia ser restaurada na medida em que os

---

<sup>72</sup> “The key currency approach, on the other hand, envisages a need for a limited amount of international cooperation in monetary affairs. There are a few currencies which are of major importance in world trade. These currencies - the dollar and the pound are ‘key currencies’ in the sense that a large portion of the world’s trade is carried on in terms of them and in addition a number of other currencies tend to be tied to them or move closely in relation to them. For this reason the first and most important step toward the reestablishment of order in the system of international exchanges is said to be the stabilization of the values of the key currencies. [...]. According to the key currency approach, currencies other than the dollar and the pound would gradually be stabilized in relation to the key currencies as their internal economies are stabilized and their trade relationships are reestablished.” (MIKESELL, 1945, p. 555-556).



balanços de pagamentos dos países europeus fossem gradualmente equilibrados; de que a escassez de dólares que afetava a Europa revelava-se como um impedimento estrutural ao financiamento das importações necessárias à promoção da recuperação econômica européia (KONINGS, 2011); e de que era necessário dotar os países europeus de fundos suficientes para evitar a continuidade da fuga de capitais experimentadas até então (HELLEINER, 1994).

A incompatibilidade entre os interesses imediatos evocados pela finança estadunidense e a necessidade de reestabelecer uma ordem comercial liberal, estabilizada por meio da adoção de taxas de câmbio fixas e da implementação de mecanismos de controle sobre os fluxos de capitais, tornou-se latente e o esforço de recuperação das economias européias e japonesa verteu-se em prioridade da política externa estadunidense<sup>73</sup> – especialmente porque a devastação social causada por décadas de depressão e guerras, de um lado, associada à expansão da zona de influência soviética e ao avanço dos partidos de esquerda entre o proletariado das nações industrializadas, de outro, colocavam em risco os interesses dos Estados Unidos:

“The mutual exhaustion of the old capitalist empires, the devastation of the European economies, and the weak political legitimacy of their ruling classes by the end of World War II created an unprecedented opportunity which the American state was now ready and willing to exploit. But the preceding thirty-year crisis had so gravely jeopardized capitalism’s future, in the face of both Soviet Communism and the strength of the Left in labor movements, that more than just an American-led postwar restoration of European economies was at stake. The resumption of accumulation primarily rested on the reconstruction of capitalist states which had to find resources both for public infrastructure and private investment, while also dealing with urgent

---

<sup>73</sup> Quanto a isso: “[...] the weakness and dependence of European economies was still greater than American planners had anticipated. After the failed attempt to make sterling convertible in 1947 had made this abundantly clear, a rapid return to currency convertibility was ruled out and the aim of putting in place the conditions for Europe’s recovery and enabling it to pay for US exports – first through the Marshall Plan and later through the European Payments Union – became paramount (Battilossi 2002a).” KONINGS, 2009, p.57)

popular demands for security and consumption— at a time when the desperate need for food, raw materials, and capital goods came up against the inability to access the dollars to pay for such imports.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 89)

A resposta norte-americana sobreveio com o lançamento dos Planos Marshall e Dodge para a Europa e o Japão: por meio dessas iniciativas procurou-se fornecer os dólares necessários ao financiamento das importações dos insumos e bens de capital exigidos para a retomada do crescimento econômico e o posterior reinício das exportações sob a dinâmica do livre comércio (EICHENGREEN, 2011) bem como o acúmulo de capital necessário para dissuadir a tendência à fuga de capitais por vias ilícitas (HELLEINER, 1994).

Assim, chegamos àquele segundo aspecto da análise que remete ao significado político do *embedded liberalism*. Conforme destacado por Jaime Coelho (2012, p. 23-24), a opção por essa “ordem restringida no tocante à livre mobilidade do capital”, que “privilegiava a estabilidade doméstica em detrimento dos interesses de curto prazo da alta-finança internacional”, deve ser entendida como produto das limitações impostas pelo “contexto político e social”: como “do ponto de vista político, os ajustes deflacionistas, característicos do padrão ouro, acarretavam custos sociais muito elevados” e, paralelamente, o “avanço da esquerda em toda a Europa [...] diminuía a possibilidade de políticas de corte mais liberal”, essa ordem de ajustes tornavam-se politicamente impraticáveis no imediato pós-Guerra.

Nesse sentido, “o controle dos fluxos financeiros e o das taxas de câmbio não eram, portanto, medidas econômicas isoladas; ao contrário, tinham um caráter político em sua essência”: na medida em que “a estabilidade doméstica representava uma barreira contra o avanço do comunismo e, conseqüentemente, possibilitava a criação de um ambiente externo equilibrado”, “essas medidas estavam interligadas e tinham a intenção de possibilitar aos estados nacionais um ambiente macroeconômico estável que garantisse políticas de emprego, evitando os efeitos sociais e políticos desastrosos verificados no entre-guerras” (COELHO, 2012, p. 24).

Também Fiori (1998, p. 105) afirma que foi o cenário de “competição econômica e social” instalado no “tabuleiro europeu” sob o “crepúsculo da Segunda Guerra Mundial” que “explica a benevolência com que os Estados Unidos interpretaram as regras iniciais de Bretton

Woods”. Assim, embora essa ordem financeira internacional “restringida no tocante à livre mobilidade do capital” (COELHO, 2012, p. 24) tenha realmente limitado a extensão da liberalização financeira, tendo em vista que os controles sobre os fluxos de capitais foram amplamente adotados, confinando as relações financeiras internacionais no âmbito das interações intergovernamentais (KONINGS, 2009), sua implementação não deve ser entendida como produto de uma estratégia governamental deliberada de contenção do poder da finança estadunidense ou como expressão da deterioração desse poder.

Cabe agora analisar de que forma essa situação desenvolveu-se até constringer irreversivelmente o regime de Bretton Woods. Conforme descrito por Braga e Cintra (2005, p. 259), “a ordem monetária que vigorou, de fato, no pós-guerra, se afastou em muito dessas convenções instituídas em Bretton Woods” e foi encaminhada na direção da concretização da hegemonia dos Estados Unidos no âmbito financeiro internacional.

Como no imediato pós-guerra “os EUA detinham 2/3 das reservas mundiais de ouro”, apenas o governo americano podia garantir a livre conversibilidade de sua moeda “em montantes significativos”, de modo que o princípio que definia a conversibilidade monetária em ouro traduziu-se no “predomínio do dólar como moeda internacional” e, portanto, na sujeição da “gestão monetário-financeira internacional mundial” aos “ditames da política americana” (BRAGA; CINTRA, 2004, p. 259).

A fruição dessa condição particular, no entanto, esbarraria no arranjo estabelecido em Bretton Woods: “caberia aos EUA a expansão e a gestão da liquidez internacional, condição precípua para sustentar o comércio e o crescimento econômico. Porém, a crescente circulação internacional do dólar, para satisfazer a demanda por liquidez, era contraditória com as regras de câmbio-ouro instituídas em Bretton Woods” (BRAGA; CINTRA, 2004, p. 259).

Por meio dos investimentos americanos na reconstrução européia, dos gastos militares e da expansão internacional das firmas americanas, os Estados Unidos proveram a liquidez necessária ao restabelecimento da acumulação de capital em escala internacional. O desempenho dessas atribuições, no entanto, traduziu-se numa sucessão de crescentes déficits no balanço de pagamentos norte-americano que terminavam minando a confiança no dólar:

“[...] em fins da década de 1950, a escassez de dólares chegara ao fim. Mas esse acontecimento

não foi de todo alvissareiro. Os esquemas de Bretton Woods presumiam que o dólar era tão bom quanto o ouro. Portanto, o fato de, agora, o estoque de dólares no exterior estar a ponto de superar o estoque de ouro dos Estados Unidos representava uma ameaça para o sistema, expondo os Estados Unidos ao equivalente a uma corrida bancária se os detentores de dólares no exterior corressesem para converter seus direitos em dólar por ouro nos guichês do Departamento do Tesouro [...]. Esses problemas não deveriam ter sido surpresa para ninguém. Havia uma falha óbvia num sistema cuja operação se baseava no compromisso dos Estados Unidos de fornecer dois ativos de reserva, ouro e dólar, ambos a preços fixos, mas em que a oferta de um era elástica enquanto a do outro era inelástica. O economista belga Robert Triffin advertia quanto a esse problema em 1947, num estudo para o Federal Reserve Board.” (EICHENGREEN, 2011, p. 49).

Segundo Eichengreen (2011, p. 49), “se os Estados Unidos se recusassem a fornecer dólares a outros países, o comércio estagnaria e o crescimento econômico paralisaria”. Por outro lado, “se os Estados Unidos garantissem a oferta ilimitada de dólares, lubrificando o crescimento e o comércio, a confiança no compromisso americano de converter dólar em ouro seria erodida”. Assim, prossegue o autor, ou o governo americano aceitaria a eclosão de “uma corrida contra os estoques de ouro dos Estados Unidos” e o consequente esvaziamento da capacidade atribuída ao Tesouro de garantir o preço do ouro, “ou os Estados Unidos, preventivamente, poderiam renunciar à obrigação de fornecer ouro a preço fixo”.

No início da década de 1960, no entanto, esse impasse ainda estava longe de ser solucionado e não apenas a conversibilidade definida pelo estatuto monetário inaugurado em Bretton Woods estava sendo colocada em questão.

Segundo Gowan (2003, p. 41), “no que se referia à ‘repressão financeira’, tanto Wall Street quanto a City londrina estavam insatisfeitos com as restrições impostas pelas estruturas de Bretton Woods” e os financistas britânicos “conseguiram exercer influência política suficiente” para estabelecer na City londrina “um centro

financeiro privado internacional protegido da regulação fiscal” – o mercado de eurodólares. Paralelamente, “a expansão das empresas multinacionais norte-americanas produziu um fluxo de recursos que buscou se deslocar dos espaços de regulação nacional” (COELHO, 2012, p. 121) ao mesmo tempo que as restrições domésticas que qualificavam o sistema financeiro norte-americano levavam as firmas americanas a buscarem fontes alternativas de financiamento no exterior (NORFIELD, 2016).

Por fim, embora durante as décadas de 1940 e 1960 a função desempenhada pelos bancos norte-americanos no plano internacional tenha permanecido bastante limitada, no âmbito doméstico a finança experimentava uma contínua expansão sustentada pelo avanço de técnicas e inovações financeiras, pelo crescimento e liquidez dos mercados financeiros e pela penetração de práticas e instituições financeiras na vida social de grande parte dos americanos:

“American finance at home was far from repressed and was in fact experiencing a period of sustained expansion, characterized by the innovation of financial techniques, growing depth and liquidity of financial markets, and penetration of financial forms and relations into new layers of social life. When, during the 1960s, these expansionary dynamics could no longer be contained within the domestic institutional framework, they began to assume external dimensions and so drove the expansion of global finance. We will examine the first development and the contradictions for the American state that it gave rise to in the rest of this chapter; the domestic expansion of American finance will be the focus of the next chapter. In Chapter 10, the two stories will be joined to present an account of the contradictory construction of American financial power during the post–World War II period.” (KONINGS, 2011, p. 93).

A conjunção desses designios e dinâmicas pressionava cada vez mais os pilares do regime inaugurado em Bretton Woods e é precisamente nesse sentido que, conforme destacado por Coelho (2012, p. 120), “na expansão capitalista do período em que vigorou o acordo de

Bretton Woods, já estavam os elementos de sua própria destruição”: na medida em que as contradições colocadas por esses elementos se acentuaram, tanto os Estados Unidos quanto o Reino Unido “tornaram-se hostis a vários aspectos das regras que eles próprios tinham criado” (GOWAN, 2003, p. 40) e a solução para esses entraves sobreveio “em favor das necessidades de liquidez internacional” (BRAGA; CINTRA, 2004, p. 260), “colocando na dominância dos jogos de interesse a finança internacional” (COELHO, 2012, p. 122).

Sendo assim, ao contrário das interpretações que avaliam as décadas de 1940 a 1960 como um período de deterioração do poder da finança estadunidense, conclui-se que, ao contrário: “the Bretton Woods period is more fruitfully understood as the construction phase than the pinnacle of American power in international finance” (KONINGS, 2011, p. 98), isto é, um período de restauração das condições que permitiriam a retomada da ascensão hegemônica da finança iniciada décadas antes, no início do século XIX (HELLEINER, 1994) e é precisamente nesse sentido que o termo “*interregno*” é empregado na presente exposição.

#### **4 A REGULAÇÃO INTERBANCÁRIA GLOBAL SOB A HEGEMONIA DA FINANÇA (1974 - 2008)**

A partir da década de 1960, mudanças ocorridas no ambiente doméstico dos Estados Unidos, “a potência econômica e hegemônica”, desencadearam o processo de financeirização da economia americana, inaugurando um novo “padrão sistêmico de riqueza” que foi progressivamente difundido no plano internacional (BRAGA, 1997) a partir do desatamento das amarras que constroem os fluxos financeiros internacionais, permitindo, assim, a crescente integração dos mercados financeiros sobre os quais se elevou a alta finança (HELLEINER, 1994).

Paralelamente, o sistema bancário global experimentou sua reemergência e, em função desse processo, um regime de regulação e supervisão, com princípios, normas, regras e procedimentos decisórios formais específicos, foi progressivamente construído no curso das décadas seguintes (KAPSTEIN, 1994; HELLEINER, 1994).

No presente capítulo, analisa-se a conformação desse regime de regulação e supervisão enquanto dimensão integrante do processo mais amplo de retomada e reafirmação da hegemonia americana, tensionando as diferentes abordagens teóricas sobre o tema e enfatizando, sobretudo, a influência exercida pelo poder da alta finança estadunidense no curso desse processo de construção.

Para tanto, a presente subseção foi organizada em quatro subseções. Na primeira, analisa-se o processo de reemergência das finanças internacionais. Na segunda, avaliam-se as iniciativas em torno da construção de uma abordagem para a supervisão e regulação interbancária à nível global durante a década de 1970. Na terceira subseção, analisa-se o processo de conformação regulatória empreendido durante as décadas de 1980 e 1990. Por fim, aborda-se o aprofundamento da regulação conforme práticas de mercado e a conservação dos fundamentos do regime de regulação e supervisão do sistema bancário global sob a conjuntura inaugurada pela crise originada no centro do sistema em 2007.

#### 4.1 “DESATANDO AS AMARRAS” E “RENASCENDO DAS CINZAS”: A REEMERGÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Analisemos esse processo começando com a avaliação das mudanças ocorridas no interior da economia americana. No período posterior ao desfecho da Segunda Guerra Mundial, o financiamento dos investimentos domésticos em infraestrutura, políticas públicas, aperfeiçoamento das capacidades militares e internacionalização das empresas e instituições bancárias norte-americanas, i.e., da construção das bases materiais sobre as quais se assentava a posição hegemônica dos Estados Unidos, foi fundamentalmente promovido às custas de sucessivos déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos (BRAGA, 1997).

Essa sucessão de déficits, por sua vez, constrangia a confiança em torno da função de reserva de valor conversível em ouro atribuída ao dólar – convalidando, na prática, as proposições teóricas de Robert Triffin mencionadas anteriormente (BRAGA, 1997; EICHENGREEN, 2011).

No âmbito doméstico, o quadro regulatório que, instaurado na década de 1930, até então havia garantido a estabilidade e a rentabilidade controlada do sistema financeiro estadunidense, passava a ser desmontado em função de uma “práxis privada e pública de cunho liberalizante e estimuladora da especulação”, assentando “as bases do novo padrão de riqueza que vinha se configurando” (BRAGA, 1997, p. 201).

Segundo José Carlos de Souza Braga (1997, p. 201), uma das raízes desse novo padrão de riqueza decorreu das modificações operadas no interior do “sistema de financiamento do investimento produtivo” estabelecido nos Estados Unidos.

Os recursos mobilizados no âmbito desse sistema baseavam-se nos lucros obtidos pelas empresas americanas, no fornecimento de crédito bancário de curto e médio prazos e “no *funding* estável do mercado acionário e de títulos, proporcionado pelos fundos de pensão e seguradoras”. Por sua vez, o direcionamento desses recursos era essencialmente determinado pela dinâmica do mercado de capitais consideravelmente desenvolvido dos Estados Unidos e por um mercado privado de crédito apartado das interferências governamentais (BRAGA, 1997, p. 201).

De outro lado, um marco regulatório de controle abrangente e rígido impedia que essa estrutura *market-oriented* fosse manipulada



pelos agentes do mercado “em direção à *indisciplina financeira*”. A *Regulation Q* estabelecia “tetos para as taxas de juros” enquanto limitações eram impostas pelo *McFadden Act* de 1927 e pelo *Glass-Steagall Banking Act* de 1933 à captação de recursos, concessão e obtenção de empréstimos bancários, especialização funcional e operação geográfica dos bancos. Assim, prossegue o autor, “este era o arcabouço com que os Estados Unidos conseguiam que um sistema *martek-oriented* não escapasse do controle em direção à *indisciplina financeira*.” (BRAGA, 1997, p. 202).

Braga (1997) argumenta que o funcionamento estável desse sistema dependia sobretudo de um rígido controle inflacionário, porque se os indicadores de inflação permanecessem baixos, também as limitações impostas às taxas de juros manteriam-se aceitáveis; e da conservação em carteira, por longos períodos, das ações de propriedade dos investidores institucionais, evitando, assim a irrupção de pressões especulativas nos mercados acionários. No entanto, entre a segunda metade da década de 1950 e o final dos anos 1970, três movimentos interdependentes foram colocados em funcionamento, transformando profundamente a dinâmica dos mercados financeiros norte-americanos.

Primeiro, mudanças legais instituídas a partir do *Bank Holding Act* de 1956 passaram a permitir que *holdings* de propriedade de instituições bancárias oferecessem serviços até então vedados aos bancos, criando pressões pela desregulamentação do setor financeiro que passaram a romper a estrutura regulatória de contenção estabelecida desde a década de 1930 (BRAGA, 1997).

Depois, sucessivas inovações financeiras foram rapidamente criadas em um curto período de tempo: antes “foram lançados os certificados de depósito negociáveis (CDs) pelo City Bank” que permitiam contornar a *Regulation Q*, pagando taxas de juros acima do teto estabelecido pela legislação de 1933; depois, em resposta ao crescimento dos fundos mútuos, “os bancos comerciais passaram a diversificar as formas de captação”, criando diversos produtos: “Now-Negotiable Order Withdrawal-Accounts”, “Automatic Transfer Service-Accounts”, “Accounts Accessible Through Remote Service Unit”, “Cash Management Accounts” e “Super Now-Accounts” (BRAGA, 1997, p. 203-204).

Por fim, as primeiras inovações tecnológicas, que posteriormente permitiriam ampliar o alcance das ferramentas de operação financeira diretamente aos consumidores e que possibilitariam manter operações em funcionamento durante todas as horas do dia foram finalmente aperfeiçoadas e introduzidas nos mercados (BRAGA, 1998, p. 203-204).

No entendimento de Braga (1998), esses três processos, mutuamente implicados, criaram as condições para a ocorrência de um desdobramento necessário ao estabelecimento da financeirização como padrão de riqueza: a substituição progressiva da moeda por ativos financeiros que rendem juros.

Essa substituição da moeda por ativos financeiros, por sua vez, provocou outros desdobramentos secundários igualmente importantes como a alteração das “condições operacionais dos bancos”, o desenvolvimento das técnicas de “securitização”, a intensificação da “concorrência financeira” e o decorrente esvaziamento dos mecanismos de controle da liquidez até então mobilizados pelo Federal Reserve (BRAGA, 1998, p. 204).

A partir disso, tem-se o desenvolvimento do processo de “desintermediação bancária”, isto é, a generalização do uso de “novos instrumentos financeiros dotados de rentabilidade com liquidez [...] como substitutos da moeda” ou “quase-moeda”, que se traduziu no crescimento dos “financiamentos ofertados por organizações não-bancárias” em relação ao “percentual do total de financiamentos da economia” (BRAGA, 1998, p. 204).

Ainda quanto ao plano doméstico, prossegue Braga (1998, p. 205), os bancos americanos “se lançaram na oferta de empréstimos acima da base de reservas”, que se estreitava em função da “substituição de moeda por ativos financeiros que rendiam juros” – a desintermediação bancária.

Essa tendência à desintermediação não significou, no entanto, “que os bancos tenham sido ‘descartados’”: desde os anos 1970, “eles atuaram nos empréstimos imobiliários e aos consumidores, na área de seguros, na subscrição de bônus e ação” e durante as décadas de 1980 e 1990 “passaram a constituir bancos nacionais, via rede física e captação de depósitos, derrubando, na prática a legislação impeditiva”. Paralelamente, passaram a contornar as “exigências de capitalização e reservas, operando em *swaps*, futuro e opções – os derivativos – auferindo, assim, ganhos de arbitragem, que ficavam ocultos dos balanços (*off balance sheet*), e consequentemente ‘livres’ da regulamentação e supervisão das autoridades monetárias”. Por fim, “essa transição bancária” levou a constituição dos conglomerados de serviços financeiros, sancionados pelo *Financial Services Competitiveness Act* de 1995 (BRAGA, 1998, p. 205).

Em função desses desenvolvimentos, estabeleceu-se uma circulação financeira ampliada, baseada nos ativos financeiros mobilizados pelos bancos e instituições financeiras. Assim, essas

instituições passaram a promover a “interpenetração dos mercados creditício e de capitais” e a alimentar “a expansão autonomizada da circulação financeira”, atuando como “centros privados de emissão monetária, através dos ativos de tipo quase-moeda”, ampliando a liquidez à margem do controle das autoridades monetárias e atribuindo “à gestão da riqueza o caráter de *gestão de ativos*” (BRAGA, 1997, p. 205-206).

Consequentemente, a associação entre a dinâmica de desintermediação bancária e a ampliação da circulação financeira terminou constituindo “uma massa de riqueza” de “magnitudes desproporcionais às necessidades de financiamento da produção e circulação de bens e serviços” que passou a circular “nacional e internacionalmente” por “períodos prolongados” – isto é, não apenas episodicamente como expressão de picos de expansão financeira –, revelando-se como um “traço estrutural” da “financeirização como padrão sistêmico de riqueza” (BRAGA, 1998, p. 206).

A partir disso, Braga (1998) analisa a infiltração dessa lógica de financeirização da riqueza, originária do setor financeiro, nas corporações industriais estadunidenses e os impactos desse processo sobre as funções governamentais.

Quanto ao primeiro aspecto, “esses movimentos, oriundos do âmbito monetário-financeiro encontraram paralelo, desde os anos 60, também, nas estratégias das corporações industriais americanas”. Nesse sentido, tem-se que “as corporações industriais começaram a adotar práticas financeiras mais arriscadas e inéditas, tanto no modo de bancar seus investimentos produtivos, quanto na procura de uma *rentabilidade geral*, operacional” e “não operacional” – o que implicou inserir na administração das empresas “a função de *gestão de portfólios*, em que os ativos financeiros promoveriam ganhos de natureza não operacional”. Gerou-se, assim, um crescente atrelamento do financiamento dos ativos físicos às fontes financeiras externas ao setor produtivo e comercial que terminou por submeter o ritmo da economia ao movimento das finanças:

“Os dados das últimas três décadas mostram como houve picos de elevação das fontes externas no financiamento dos ativos físicos, seguidos de retrações, que evidenciaram momentos críticos, micro e macroeconomicamente, derivados da própria instabilidade na forma de financiamento. Assim, observados as finanças ditando o ritmo da

economia (Minsky, 1986)” (BRAGA, 1998, p. 207).

Essa penetração da financeirização na gestão corporativa desdobrou-se em duas implicações mais notórias: a fragilização financeira das empresas em função do crescente endividamento relativo; e a ascensão de operações especulativas relacionadas às mudanças patrimoniais das próprias empresas por meio das fusões, aquisições e recapitalizações; refletindo, assim, o que passou a ser uma “especificidade americana”, qual seja, a constituição “de um *mercado nacional transnacionalizado*, com operações patrimoniais especulativas” (BRAGA, 1998, p. 208).

Quanto àquele segundo aspecto, relacionado a reordenação das funções públicas do governo e do Federal Reserve em função da financeirização, Braga (1998, p. 208-209) descreve que a política fiscal passou a ser manipulada para evitar o agravamento de tendências recessivas e para “sustentar os lucros das corporações” e que o Federal Reserve, operando como emprestador de última instância, passou a garantir que eventuais corridas contra os ativos financeiros levassem bancos e demais instituições financeiras à insolvência.

Por fim, as inovações financeiras e a “maior utilização do *open-market*” suprimiram a efetividade dos mecanismos de gestão monetária sob domínio do Federal Reserve, sujeitando as políticas de controle sobre a liquidez e a taxa de juros às expectativas de mercado: “essas funções públicas erigiram outra dimensão da financeirização, aquela em que se vai estabelecendo um déficit público alimentado pelo componente financeiro, restringindo o papel dinamizador do gasto governamental sobre a renda nacional”. Nesse sentido, o autor refere-se a uma atuação *market-oriented* do Federal Reserve e a conformação de um déficit público endogeneizado (BRAGA, 1998, p. 211).

Assim, quanto ao âmbito doméstico, pode-se concluir que desde a segunda metade da década de 1950, organizou-se nos Estados Unidos um “padrão de riqueza” caracterizado fundamentalmente pela modificação da natureza do sistema monetário-financeiro em função do “declínio da moeda e dos depósitos bancários enquanto substrato dos financiamentos” e de sua consequente substituição por ativos financeiros; pela interconexão dos mercados de crédito e de capitais pela securitização; pela conformação de “conglomerados de serviços financeiros”; pela “intensificação da concorrência financeira”; pela “amplificação das funções financeiras no interior das corporações

produtivas”; pela “transnacionalização de bancos e empresas”; pela constituição de sucessivos déficits públicos financeiros; e pela orientação condicionada às expectativas de mercado do Federal Reserve System (BRAGA, 1998, p. 2011).

Essas transformações não deixaram intactas as estruturas de poder e a correlação de forças estabelecidas no interior do complexo Estado-sociedade civil estadunidense. Michael Lind (2013, p. 376) descreve que, com o avanço da década de 1960, o ideário em torno do qual havia se formado o amplo consenso sobre o New Deal trinta anos antes e, conseqüentemente, as políticas que dele derivaram, agora eram alvo de críticas por parte de todo o espectro político:

“By the 1960s and 1970s, New Deal policies were being criticized from across the political spectrum. The stage was set for the Great Dismantling [...], instead of modifying New Deal regulations, neoliberal Democrats and conservative Republicans alike dismantled them and replaced them in many cases with no regulations at all.”

Esse desmantelamento foi iniciado pelo democrata Jimmy Carter, mas somente a eleição de Reagan em 1980 selou a virada definitiva em favor do ideário neoliberal e abriu espaço para a cristalização do poder hegemônico da alta finança na sociedade e no aparelho de Estado norte-americano – Reagan avançou a “contra-revolução monetarista” tornando a desregulamentação uma cruzada ideológica:

“[...] ‘Reagan made deregulation an ideological crusade [...] his central message, as he said in his first inaugural address, was that ‘government is not the solution to our problem; government is the problem.’ [...] Reagan fought this battle on many fronts. He cut taxes in an unsuccessful attempt to ‘starve the beast’—force government to shrink by cutting its funding. He reduced funding to regulatory agencies, hoping to achieve through understaffing what he could not pass through Congress. He installed people who had no interest in regulation at the head of major regulatory agencies.’” (KWAK e JOHNSON (2010, p. 70-71),

Segundo Simon Johnson e James Kwak (2010), figuras representativas de Wall Street politicamente comprometidas com um programa de reforma estrutural do Estado norte-americano passaram a ocupar os mais elevados postos de direção governamental – como no representativo caso de Donald Regan, então CEO do Merrill Lynch, nomeado Secretário do Tesouro. Segundo os autores, não era incomum que, sob justificativas técnicas, banqueiros fossem nomeados para ocupar posições importantes no aparelho de Estado. O diferencial agora estava na justificação política e ideológica que esse povoamento do Estado pela alta finança passou a assumir. Além da ocupação direta, as relações entre governo e setor financeiro privado também passaram a ser estreitadas sob a forma de uma cooperação conjunta, orientada à criação de espaços institucionais para a aplicação de inovações financeiras. Nesse caso, os autores citam a emblemática atuação de Lewis Ranieri, trader do Salomon Brothers, que trabalhou com funcionários da administração republicana para criar o mercado de títulos mobiliários lastreados em hipotecas norte-americano.

Vitórias legislativas importantes, que culminaram, por exemplo, no Garn–St. Germain Depository Institutions Act de 1982, no Secondary Mortgage Market Enhancement Act de 1984 e no Tax Reform Act de 1986, demonstravam a crescente influência de Wall Street nas instâncias formais de poder. Quando Reagan deixou a presidência, sendo substituído pelo também republicano George W. H. Bush, o programa de desregulamentação pretendido por grande parte da alta finança ainda não havia sido completamente concluído: “Faced with a Democratic majority in the House of Representatives through his entire presidency, he was unable to fully achieve his goal of dismantling government regulation”. Apesar disso, Reagan conseguiu traduzir as contribuições teóricas do monetarismo em prescrições políticas e ideológicas hegemônicas no campo político americano: “he set the tone for both Republican and Democratic administrations that would follow” (KWAK; JOHNSON, 2010, p. 71). Depois de Reagan, “the US Congress under Democratic and Republican presidents alike dismantled the system the New Deal had built to stabilize American finance.” (LIND, 2013, p. 361)

Paralelamente à essas recomposições de forças e tensionamentos estabelecidos na esfera política e no plano econômico norte-americano, também a ordem financeira global foi intensamente transformada no curso das décadas de 1970 e 1980.

As relações e acontecimentos que podem ser identificadas e descritas para explicar essas mudanças são tantos que, ao analisar os principais trabalhos desenvolvidos no campo teórico da Economia Política Internacional, Benjamin Cohen (1998, p. 274) afirmou, não sem alguma dose de ironia, que a opção por pesquisas à disposição sobre o período “seems to be treated very much as a matter of personal taste”. Igualmente ampla foi a matiz de denominações empregadas para imprimir algum significado a esse conjunto de transformações: “reemergence of global finance” (HELLEINER, 1994), “mundialização financeira” (CHESNAIS, 1998), “financial globalization” (KONINGS, 2011), “financeirização global” (BRAGA, 1997).

Em contraste com as décadas de 1940 e 1950, durante as quais os mercados financeiros permaneceram enfraquecidos, insulados e submetidos à mecanismos que impediam os fluxos de capital (HELLEINER, 1994), nesse novo período experimentou-se um desenvolvimento dinâmico das atividades financeiras que traduziu-se na progressiva centralidade assumida pelas operações financeiras e por seus impactos na economia mundial.

Conforme descrito anteriormente, até a década de 1950 os mercados financeiros permaneceram privados das funções que haviam desempenhado até o interregno instaurado pela Grande Depressão e pela escalada de conflitos que assolaram grande parte do mundo até o desfecho da Segunda Guerra Mundial. Nesse sentido, Robert Gilpin (2001, p. 267) sustentou que sequer existia um sistema financeiro internacional conforme concebido atualmente em funcionamento nesse período: “The international monetary system based on fixed but adjustable exchange rates was generally isolated from international finance, with little interaction between the two. In fact, there was really no international financial system as we now conceive it”.

Martijn Konings (2011, p. 88), por sua vez, afirmou que, como entre as décadas de 1940 e 1950 as finanças apoiavam-se sobre um conjunto muito limitado de relações privadas de crédito e como a fragilidade das economias européias impedia a extensão da liberalização financeira, o problema que se colocou nas décadas seguintes foi não mais o de como conter, mas sim o de como reviver as finanças internacionais: “the key problem was not how to constrain but how to revive international finance”.

A partir do final da década de 1950, na esteira dos esforços envolvidos na reconstrução do capitalismo à nível global, essa conjuntura de “terra arrasada” para as finanças foi intensamente transformada com a restauração da importância dos empréstimos e

investimentos privados, com o impulsionamento dos fluxos de capital e com a crescente integração dos mercados financeiros domésticos. Como resultado, descreve Cohen (1998, p. 268): “like a phoenix risen from the ashes, global finance took flight and soared to new heights of power and influence in the affairs of nations”.

Esse processo de restauração do poder e da influência da finança sobreveio às custas do progressivo dismantelamento da ordem monetária inaugurada em Bretton Woods (GOWAN, 2003). A primeira transformação disruptiva que merece atenção diz respeito ao estabelecimento do *mercado de eurodólares*: um mercado *offshore* livre de restrições regulatórias e organizado na City londrina durante a segunda metade da década de 1950 para permitir operações em divisas estrangeiras – geralmente dólares (KAPSTEIN, 1994; GOWAN, 2003).

Existem amplas divergências sobre os processos causais que originaram<sup>74</sup> e, posteriormente, impulsionaram o desenvolvimento do mercado de eurodólares. Algumas abordagens atribuem a expansão mercado de eurodólares ao crescimento da economia real, isto é, ao aumento da demanda por financiamento das empresas capitalistas, especialmente americanas, em função do crescimento das operações dessas firmas na esteira da recuperação da indústria e do comércio durante as décadas de 1950 e 1960<sup>75</sup> (CHESNAIS, 2005; COELHO,

---

<sup>74</sup> “Explanations as to why this development should have taken place in London rely, for the most part, on two contending theses: (1) that it was the direct consequence of the market mechanism inevitably overcoming official obstruction, or ‘friction’; (2) that deliberate state action created the conditions which allowed the market to evolve and operate. Adherents of the former claim that the Eurodollar was the innovation of the City’s merchant and overseas bankers, looking to finance the rapid increase in international trade that took place at the end of the 1950s, in a world still constrained by the restrictions imposed as a consequence of placing the international economy on a war footing in 1939. Adherents of the latter claim that it was a direct consequence of deliberate action taken by the British state to re-establish the City of London as the world’s foremost international financial centre.” (BURN, 1999, p. 225).

<sup>75</sup> “The international expansion of industry and commerce, together with the need for larger-scale funds as capitalist operations grew, were the fundamental drivers behind the growth of international finance. [...]. In particular, the euromarkets developed to service the requirements of industry and commerce, not, as some might have it, because of the whims of financiers. [...] The origin of these markets was closely related to the development of monopoly capitalism in the post-1945 period. In the US, credit restrictions had made it more difficult for companies to obtain the needed investment funds from domestic banks, so they looked overseas. In particular, US corporations had been expanding their



2012; KAPSTEIN, 1994; NORFIELD, 2016). Outros autores enfatizam motivações essencialmente vinculadas à valorização financeira para explicar a orientação dos recursos levantados por empresas e instituições financeiras em direção ao mercado de eurodólares<sup>76</sup> (BURN, 1999; KONIGS, 2011). Por fim, algumas análises ainda ressaltam o esforço empreendido pelo setor financeiro privado na tentativa de contornar as regulações restritiva do período (GOWAN, 2013).

Sejam quais forem as explicações causais para a emergência e expansão dessa nova plataforma de valorização da riqueza, cabe enfatizar que os Estados Unidos e a Grã Bretanha desempenharam uma função central no estabelecimento do mercado de eurodólares e, ao fazê-lo, moveram irreversivelmente a expansão das finanças internacionais em um sentido diverso do até então definido pelos marcos restritivos de Bretton Woods: “the United States and Britain encouraged the first decisive shift away from the restrictive Bretton Woods financial order” (HELLEINER, 1994, p. 99).

Nesse sentido, conforme colocado por Kapstein (1994, p. 32): “if we find that the Euromarkets are operating against the interests of the great powers, we have a tremendous puzzle to explain”. Segundo Helleiner (1994), embora o mercado de eurodólares seja geralmente identificado como um “stateless financial market”, onde operadores atuavam fora do controle de qualquer supervisão governamental, sua expansão foi incentivada pelas autoridades financeiras britânicas, que analisavam esse mercado de negociação de divisas estrangeiras como um importante empreendimento para restaurar a posição internacional da praça financeira londrina e, por isso, não apenas abstiveram-se de impor regulamentações sobre o mercado, como também assumiram iniciativas importantes para a sua expansão, a exemplo da permissão de emissão e comercialização dos eurobonds em 1962.

Além disso, o Bank of England também atuou como proponente do mercado offshore e providenciou a *intelligentsia* encarregada de

---

foreign operations and this investment required financing. In the early 1960s, US foreign direct investment ran at a little below \$3bn per year, but it had doubled to a rate of \$6bn per year by the end of the decade, rising still further in the 1970s. There was also an expansion of foreign direct investment from other major countries. This link between the growth of the euromarkets and the needs of large companies was made clear.” (NORFIELD, 2016, p. 42).

<sup>76</sup> “From the late 1950s, corporations had the option of shifting their funds into the budding Euromarkets, which offered considerably higher rates as they were not under the same regulatory constraints as American banks and financial markets (Battilossi 2002b).” (KONINGS, 2011, p. 107).

iniciar as operações com divisas estrangeiras na City. Gary Burn (1999, p. 234) atribui à Sir George Bolton, ex-diretor adjunto do Bank of England e então dirigente de um banco privado britânico, o Bank of London and South America (BoLSA), a iniciativa de operar transações em dólares na City londrina, apresentando um memorando elaborado pelo financista britânico por ocasião de sua indicação para a presidência do BoLSA em 1957 como a primeira menção documental à criação do mercado de eurodólares: “a Declaration of Intent, a manifesto for the Eurodollar”, nas palavras do autor.

No caso dos Estados Unidos, as autoridades governamentais norte-americanas não apenas não fizeram nada para impedir a atuação dos bancos e corporações americanas no mercado de eurodólares como, a partir de meados da década de 1960, passaram a incentivar a operação desses agentes nos mercados offshore londrino:

“The bankers had considerable domestic political support for their move offshore. Foreign currency loans of foreign branches of U.S. banks were explicitly exempted from the [Interest Equalization Tax] from the start and in 1967, following considerable bank pressure, offshore dollar loans were spared as well. The bankers also succeeded in ensuring that the voluntary lending restraints did not apply to offshore bank activity.” (HELLEINER, 1994, p. 88)

Para além dessas políticas de governo, Helleiner (1994, p. 88) descreve ainda os incentivos do Federal Reserve e do Tesouro à expansão das instituições bancárias americanas no mercado de eurodólares: “Moreover, divisions of the federal government traditionally sympathetic to the bankers' interests, such as the Federal Reserve and the Treasury Department, actively encouraged the banks' offshore activity and imposed few regulations on the establishment of new bank branches abroad.”

Essa atuação dirigida não deve ser interpretada em termos de uma suposta “captura” das instâncias de tomada de decisão pela alta finança: o apoio do governo americano ao mercado de eurodólares não derivou apenas da atenção em relação aos interesses manifestados pela comunidade financeira estadunidense. Havia uma estratégia consciente no sentido de garantir a ampliação do domínio autorizativo do dólar e de financiar o déficit externo norte-americano. E isso passava por manter a

atratividade dessa divisa nos mercados financeiros: “also significant was its realization that the market provided a way of increasing the attractiveness of dollar holdings to foreigners.” (HELLEINER, 1994, p. 90).

Conforme destacado por François Chesnais (2005, p. 38), esse mercado funcionou como a primeira plataforma de operação internacional para as finanças, recebendo um fluxo crescente de recursos não reinvestidos na “indústria manufatureira ou nas atividades de serviços”. Esse direcionamento de recursos foi intensificado com o avanço das décadas seguintes, na exata medida em que o dinamismo econômico da *golden age* mostrava-se declinante e que as condições políticas que permitiram o estabelecimento e manutenção do “modo de regulação fordista” ensaiava seu próprio desfecho.

Helleiner (1994, p. 89) ainda destaca em que medida, mais uma vez, a correlação de forças entre a comunidade financeira americana e britânica foi importante para garantir o descortinamento de uma ordem financeira global cada vez mais liberalizada:

“The influx of U.S. banks and multinational industrial corporations transformed the Eurodollar market from a short-term money market into a full-fledged international capital market serving needs that had previously been met by the New York market. For the U.S. financial community, the London Euromarket provided a setting where they could conduct their international activities unencumbered by an increasingly unfriendly federal government. In a way that the American bankers could not have predicted when they sought an alliance with London bankers in the early postwar years, the traditional openness of the City contributed to the creation of a more liberal international financial order. Indeed, with the creation of the Euromarket, bankers in both countries stumbled on a solution to the problem of how to reconstruct the London-New York financial axis that had been prominent in the 1920s, in the face of domestic political constraints.”

No entanto, apesar de a emergência do mercado de eurodólares ter representado uma importante iniciativa no distanciamento em relação

ao regime estabelecido em Bretton Woods, a maioria dos países desenvolvidos seguiu empregando controles sobre os fluxos de capitais (HELLEINER, 1994) e, por isso, aquele movimento apenas se traduziria no completo abandono desse regime na década seguinte em função a atuação unilateral dos Estados Unidos.

Em 1971, ante as pressões sobre a moeda americana, causadas especialmente pela mobilização armamentista estadunidense e pela recuperação das economias do Japão e da Alemanha, o então Presidente norte-americano, Richard Nixon, renunciou à disposição de garantir a conversibilidade das reservas de dólar em ouro firmada em Bretton Woods, desferindo o primeiro golpe fatal sobre aquela arquitetura financeira. Por fim, o segundo golpe sobreveio em 1973, com a revogação do Smithsonian Agreement e a livre flutuação das taxas de câmbio – o que seria internacionalmente oficializado pelo Fundo Monetário Internacional em 1976 (COELHO, 2012; KAPSTEIN, 1994). Conforme descreve Lind (2013, p. 376): “Like Franklin Roosevelt, who dismissed the gold standard as one of a number of ‘fetishes of international bankers, ’Nixon was less interested in the global system than in American national interests.”

Por fim, no final da década, em 1979, após as crises do petróleo e as instabilidade criadas pelo mercado de euro-dólares, Paul Volcker, então presidente do Federal Reserve, decidiu elevar radicalmente as taxas de juros praticadas pelo Federal Reserve, provocando um “choque de juros” que, de um lado, gerou uma quebraadeira generalizada nas economias capitalistas periféricas e arrebatou de vez a arquitetura financeira emoldurada em Bretton Woods; mas, de outro, permitiu ao Federal Reserve reunir os fluxos de capital privado dispersos pelo sistema interbancário e realocar a liquidez internacional na direção das necessidades de financiamento do Tesouro americano, alterando a dinâmica econômica internacional em favor dos Estados Unidos. Assim, por meio dessa “diplomacia do dólar forte”, os Estados Unidos promoveram a retomada de sua hegemonia global, enquadrando as potências concorrentes e contendo a tendência policêntrica ensaiada ao longo dos anos 1960 e 1970 (EICHENGREEN, 2011; COELHO, 2011; TAVARES, 1997).

Sobre os escombros de Bretton Woods, os Estados Unidos inauguraram unilateralmente uma nova ordem financeira global, caracterizada pela operação de taxas de câmbio flutuantes e pela supressão dos controles de capital, ampliando a penetração e interdependência dos mercados domésticos e criando incentivos para o deenvolvimento de inovações financeiras – incluindo não apenas novos

“produtos”, mas também novas formas de operação, como o financiamento direto<sup>77</sup> – de modo a elevar os níveis de liquidez e, colateralmente também os riscos sistêmicos, e, por fim, pela posição incontestada ocupada pelo dólar-fiduciário no topo da hierarquia monetária internacional (COELHO, 2011; TAVARES, 1997; SEABROOKE, 2001).

Por outro lado, o desmoronamento do regime de Bretton Woods combinado as sucessivas crises do petróleo (1973-1974 e 1978-1979) e pressões causadas pelos mercados offshore operados em dólares instauraram uma era de intensa volatilidade econômica e instabilidade sistêmica, impondo às autoridades governamentais e aos intermediários financeiros a necessidade de lidar com um ambiente consideravelmente diverso (ALEXANDER; DHUMALE; EATWELL, 2005; KAPSTEIN, 1989; 1991; 1994; 2006; WALTER, 2010)

Tomando por base a conjuntura apresentada nessa subseção, considerando a correlação de forças doméstica estabelecida nos Estados Unidos e a reordenação da dinâmica econômica internacional, analisa-se à seguir a conformação do regime de regulação e supervisão interbancária global estabelecido a partir da meados da década de 1970 enquanto dimensão integrante do processo mais amplo de retomada e reafirmação da hegemonia americana, tensionando diferentes abordagens teóricas sobre o tema e enfatizando, sobretudo, a influência exercida pelo poder da alta finança estadunidense nessa dinâmica.

#### 4.2 CRISE E SUPERVISÃO PRUDENCIAL NO SISTEMA INTERBANCÁRIO GLOBAL (1974-1984)

Embora empresas, investidores individuais e mesmo governos pudessem acessar as divisas depositadas nesse mercado, a maior parte dos depósitos e empréstimos eram feitos por instituições bancárias, de modo que o mercado de eurodólares funcionou como um importante mecanismo para a reemergência do sistema bancário global:

---

<sup>77</sup> “Direct financing is also known by the ungainly term ‘financial disintermediation’. Despite what this terms implies, direct financing does not remove intermediaries altogether. In fact, it has led intermediaries to expand the variety of financial services on offer to their clients, particularly for securities trading.” (SEABROOKE, 2001, p. 1).

“The globalization of finance meant that firms increasingly engaged in international banking activities, both on the asset and liability sides, in order to hedge against sudden changes in domestic economies. Large "universal" and "money center" banks funded themselves across boundaries in the Euromarkets, and this formed new webs of economic activity.” (KAPSTEIN, 1994, p. 325).

Progressivamente as transações interbancárias foram sendo facilitadas, tempo e espaço entre operadores foram encurtados pela crescente integração dos mercados cada vez mais integrados e o volume de recursos transacionados cresceu enormemente: a movimentação de empréstimos bancários internacionais passou de 40 bilhões de dólares em 1975 para 300 bilhões de dólares em 1990 e as transações com obrigações passou de 19 bilhões de dólares para 170 bilhões no mesmo período (KAPSTEIN, 1994). A descrição dessa “nova realidade” experimentada pelo sistema interbancário global ilustra algumas dessas transformações:

“The international interbank market is a fast, informal market where banks lend funds to each other. The amounts involved are large, a typical placement being for at least one million dollars (or an equivalent in other currencies) and usually more. Maturities are short, normally between overnight and six months, although placements up to a year and sometimes longer can be arranged. The currency composition of the market reflects that of international banking generally; the great majority of transactions are in US dollars, but for any currency of international importance it is possible to find at least a few banks willing to deal. All transactions are arranged by the banks' dealers over the telephone or by telex, and the deal is completed by a subsequent exchange of confirmations between the banks involved. Although it may take longer for a bank to find a counterparty with whom to deal, the actual transaction will typically take only a few minutes. The market is a truly international one, and there is a substantial volume of cross-border

transactions as well as transactions between banks in the same centre. Banks located throughout the world participate in the market, although it is dominated by the offices of major banks located in the principal financial centres.” (BIS, 1983, p. 7).

Essa nova configuração de relações também colocou óbices à atuação estatal. Em primeiro lugar, o fluxo desimpedido de transações financeiras tornou cada vez mais oneroso defender políticas econômicas contra pressões de mercado: “such policies are immediately translated by foreign exchange traders into currency valuations, and consequently result in a money flight into or out of the country”. Em segundo lugar, a integração entre os diversos mercados financeiros traduziu-se no estreitamento da interdependência entre os sistemas financeiros domésticos, de modo que estes não poderiam ser simplesmente isolados de eventuais contágios provocados por crises bancárias ou nos mercados acionários: “in the regulatory arena, states have found that they can achieve their domestic objective of maintaining a safe and sound financial system only through information sharing and policy coordination with other countries – that is, through international cooperation” (KAPSTEIN, 1994, p. 6-7).

Em terceiro lugar, tem-se os efeitos da intensificação da competição entre Estados nacionais: na medida em que um número crescente de setores das economias domésticas passaram a demandar assistência governamental para lidar com pressões competitivas. Por fim, foram criados também desafios políticos ao controle dos atores privados que passaram a atuar transnacionalmente, erodindo a capacidade de os Estados mobilizarem as corporações multinacionais na promoção de interesses domésticos: “with these enterprises standing at the hub of the world’s trade and investment networks, they have become less responsive to their national authorities, and may no longer possess a national identity at all” (KAPSTEIN, 1994, p. 7-8).

Assim, da mesma forma que, conforme descrito anteriormente, os Estados desempenharam uma função central na emergência desse sistema, seu desenvolvimento também deu origem a uma sucessão de desdobramentos não intencionais que criaram um conjunto de novas contradições não antevistas pelos *policymakers* (KAPSTEIN, 1994).

Em 1974, as dimensões dessas complicações apresentaram-se sob a forma de sucessivas crises bancárias. As mais expressivas levaram à

decretação de falência do alemão Herstatt Bank e, depois, à declaração de insolvência do Franklin National Bank dos Estados Unidos. Também nesse período, na Europa continental muitas instituições estavam sendo excluídas do mercado de empréstimos interbancários na medida em que os maiores bancos procuravam reduzir seus perfis de risco, paralisando, assim, um expressivo volume intermediações financeiras e ameaçando, portanto, a disponibilidade de crédito em todo o mundo (KAPSTEIN, 1994).

Por sua vez, no Reino Unido, as falências de pequenos bancos se acumulavam, os mercados financeiros estavam se recuperando sob a pressão dos primeiro choque do petróleo e a intermediações financeiras nos mercado de eurodólares estavam parcialmente paralisadas em função de iniciativas de moderação de riscos, obrigando o Bank of England a promover uma ampla operação de resgate e um conjunto de intervenções para garantir a sustentação do mercado de eurodólares (KAPSTEIN, 1994; 1995; 2006).

Conforme destacam Panitch e Gindin (2013), o mais significativo é que, em função da integração do sistema interbancário global, a preocupação de que certos bancos fossem grandes demais para quebrar não se limitava mais a quais seriam os efeitos desse fracasso nos mercados financeiros domésticos – mas sim aos seus potenciais impactos globais. Assim, nesse período a contenção dos efeitos disruptivos das sucessivas crises e pressões experimentadas demandou a atuação direta e coordenada das autoridades governamentais responsáveis pela regulação bancária – o que foi facilitado pela mobilização da estrutura do Bank for International Settlements (BIS) (KAPSTEIN, 1989, p. 328):

“Prior to the 1970s, public officials believed that they could monitor bank safety and soundness unilaterally, without reference to such emerging trends as globalization. According to the OECD, ‘Contacts between national supervisors were scanty.’ The rapid market changes of that decade, however, led regulators to recognize ‘the growing world-wide interdependence of banks’ and the diminishing effectiveness of national controls. In fact, two major banking crises in 1974, the failures of the Herstatt Bank in Germany and the Franklin National Bank in New York, were crucial in bringing about a ‘paradigmatic change’ in the attitudes of national banking officials. As



worldwide networks of correspondent banks reeled from these failures, regulators learned that traditional approaches to banking safety had become inadequate.”

De fato, o ímpeto decisivo que moveu as autoridades dos principais Estados capitalistas no sentido de promover uma maior cooperação internacional em termos de gestão dos movimentos disruptivos no sistema interbancário decorreu da necessidade de confrontar as crises bancárias ocorridas durante a década de 1970 (KAPSTEIN, 1994).

O que é mais importante a ser destacado sobre esse período, no entanto, é que pela primeira vez o BIS passou a funcionar não apenas como instância de discussão e troca de expertise, mas também como espaço no qual iniciativas de formalização de acordos para supervisão interbancária e prevenção de crises passaram a ser empreendidas: “After the 1974 crisis, the BIS also served as a forum for discussions concerning the creation of more formal arrangements aimed at preventing future crises.” (HELLEINER, 1994, p. 173).

Segundo Panitch e Gindin (2013, p. 123), desde o início da década de 1960, estava em curso um processo de aproximação entre funcionários e membros do Federal Reserve Bank de New York e o BIS, incluindo a participação de representantes do Federal Reserve nos encontros regulares promovidos pela instituição, que desde a dissolução da European Payments Union em 1958 vinha funcionando como local onde os banqueiros centrais, não apenas da Europa, mas também de outros Estados capitalistas avançados, se reuniam para discutir o aperfeiçoamento de políticas governamentais para as finanças internacionais:

“[...] by 1960 ‘the US Government relied increasingly on the Federal Reserve System, and on the New York Fed in particular, to play critical roles in managing the international monetary system.’ It was significant that the Fed’s active engagement in international economic policy in the 1960s took place through giving a larger role to the international network of central bankers whose very displacement had been the original goal of Keynes and White when they set out on the path to shifting responsibility for international

finance to elected governments at Bretton Woods. The Federal Reserve Bank of New York now became more closely involved with the Bank for International Settlements [...]. This involvement of the Fed with the BIS included its staff participating from December 1960 in the central bankers' monthly meetings in Basel. The US Treasury had formerly opposed this, but now quietly approved, since it did not amount to any diminution of the Treasury's role in international finance. To the contrary, that role was enhanced, highlighted by the movement of key personnel from the State Department to the Treasury. (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 123).

Além disso, o BIS foi utilizado pelas autoridades norte-americanas para promover o saneamento e posterior aquisição do Franklin National Bank em 1974, servindo à demonstração desse estreitamento de relações:

“In addition to sharing crucial information with the Federal Reserve, foreign central banks in G-10 countries agreed at a May 1974 BIS meeting to defend the dollar collectively against speculation. They also cooperated with the Federal Reserve to try to find a purchaser for the Franklin National Bank. The Bank of England was also central in arranging collateral for the Federal Reserve loan to the Franklin's London branch and helped to close the branch as part of the October sale. Just as American bankers had hoped in the 1940s, cooperation among central banks was greatly facilitated by the BIS. Its monthly meetings, along with the cooperation opened under its auspices during the 1960s in the management of off-setting financing networks, had resulted in what Joan Spero has described as ‘a close personal network and high degree of consultation among central bankers’ that proved to be key to their actions in this period.” (HELLEINER, 1994, p. 172)

Em julho do mesmo ano, a representação estadunidense no BIS propôs em uma das reuniões regulares promovidas pelos banqueiros centrais do G-10 no âmbito da instituição que um compromisso explícito fosse selado no sentido de garantir ao mercado que os bancos centrais assumiriam a função de emprestadores de última instância caso fosse necessário intervir para garantir as posições dos bancos que operavam no mercado de eurodólares – o que explica-se, conforme descrito anteriormente, pelo interesse estadunidense de consolidar a posição internacional do dólar (HELLEINER, 1994).

A representação do Deutsche Bundesbank, no entanto, opôs-se à iniciativa do Federal Reserve alegando que a legislação interna da República Federal da Alemanha impedia a assunção de compromissos nesses termos, tendo em vista que a legislação alemã não atribuía essa competência ao banco central, e que a disposição não apenas implicaria problemas de moral hazard com também poderia beneficiar indevidamente bancos que conduziam operações ilegais ou de alto risco (KAPSTEIN, 1994).

A inviabilização do acordo provocou pressões ainda maiores por parte da finança (KAPSTEIN, 1994) e, no encontro seguinte, ocorrido em setembro, aprovou-se a publicação de um comunicado oficial no qual descreveu-se que, após uma troca de opiniões sobre o problema do empréstador de última instância nos mercados do eurodólares, os representantes das autoridades governamentais no BIS reconheceram que: “that it would not be practical to lay down in *advance detailed rules and procedures* for the provision of temporary liquidity”, mas que, apesar disso, “they were satisfied that *means are available* for that purpose and will be used if and when necessary.” (BIS, 1974a, grifos meus)<sup>78</sup>.

Embora esse trecho do comunicado não garantisse explicitamente que os bancos centrais atuariam como emprestadores de última instância e sinalizasse a ausência de qualquer consenso sobre a efetividade e desejabilidade dessa forma de intervenção – tendo em vista que chegou-se a conclusão de que não seria prático estabelecer antecipadamente regras e procedimentos detalhados para a provisão de liquidez – foi suficiente para transmitir a segurança necessária à retomada das operações no sistema interbancário (KAPSTEIN, 1994).

De um lado, na prática, a iniciativa de formalização de um comunicado nesses termos demonstrava que emergia um consenso em

---

<sup>78</sup> A transcrição integral do documento pode ser encontrada em Charles Goodhart (2011, p. 39).

torno da compreensão de que ações estritamente domésticas não seriam suficientes para solucionar distúrbios financeiros e de que, conseqüentemente, iniciativas cooperativas seriam necessárias para confrontar as complicações acentuadas pela interdependência dos mercados e sistemas financeiros domésticos (KAPSTEIN, 1994).

Por outro lado, no entanto, é possível extrair o desconcerto entre a percepção sobre a necessidade de uma agência conjunta e o limite até onde as autoridades governamentais estavam dispostas a ir: a imprecisão dos termos empregados no comunicado e a indisponibilidade em encaminhar a definição de regras e procedimentos formais eram significativas nesse sentido – o que representava, sobretudo, uma resistência em torno da ideia de “harmonização regulatória”. Conforme descrito adiante, essa “abordagem” assumida pelos membros do BIS seria mantida até a década de 1980.

No mesmo comunicado descreveu-se, ainda, que as autoridades governamentais concordavam em “to intensify the exchange of information between central banks on the activities of banks operating in international markets and, where appropriate, to tighten further the regulations governing foreign exchange positions” (BIS, 1974a). Tratava-se aqui, portanto, da primeira formalização sobre a necessidade de construir mecanismos de cooperação financeira no âmbito internacional que permitissem a intensificação da troca de informações entre os bancos centrais sobre as atividades das instituições que operavam nos mercados internacionais e o aperfeiçoamento das regulações pertinentes às operações em divisas estrangeiras realizadas nesses espaços (GOODHART, 2011).

A partir desse comunicado, passaram a ser colocadas, então, questões de ordem prática relativas a como operacionalizar os compromissos estabelecidos. As autoridades britânicas tinham especial interesse em assumir a dianteira desse processo: a posição de Londres como epicentro do mercado de eurodólares expunha o sistema financeiro britânico mais do que qualquer outro às pressões e volatilidades sistêmicas (KAPSTEIN, 1994; HELLEINER, 1994).

A preocupação dos britânicos dirigia-se sobre dois aspectos. Tendo em vista que a maior parte das operações no mercado de eurodólares era realizada por filiais ou subsidiárias de bancos sediados no exterior, o primeiro aspecto relacionava-se à atribuição jurisdicional de responsabilidades pela supervisão e intervenção bancária, isto é, à determinação sobre se a supervisão e eventual intervenção caberia ao país de origem ou ao país onde o banco estava efetivamente operando (*host country*):

“Trying to get agreement on the respective responsibilities of parent (commercial) banks for their respective branches, subsidiaries and joint consortia, and thence on their home and host central banks for crisis management (and (possible) Lender of Last Resort support), had for many years been a prime concern of the Bank of England. As usual, there was more than a little self-interest involved. With London being the main centre for the euro-currency market, and host to a large number of foreign bank branches and subsidiaries, the Bank did not want to be left with sole responsibility for picking up the pieces if anything went wrong.” (GOODHART, 2011, p. 42)

Por sua vez, considerando que à época os bancos que operavam nos mercados internacionais não apresentavam demonstrações consolidadas de suas atividades e que muitos não estavam obrigados a fornecer informações operacionais devido às regras domésticas referentes a garantia de sigilo bancário (como no caso dos bancos suíços e luxemburgueses), avaliar as estruturas de ativos e as atividades operacionais desses bancos tornava-se algo quase impossível. Assim, o segundo aspecto, por sua vez, referia-se a coleta e gerenciamento de informações sobre as operações e estruturas dos bancos (KAPSTEIN, 1994; GOODHART, 2011):

“By 1974, London had become host to a group of multinational banks seeking regulatory refuge, particularly from the United States. The presence of many foreign banks on British soil raised the issue of who would act as lender of last resort in the event that one of these branches failed. There was also a need for internationally applicable accounting standards to evaluate the balance sheets of these institutions. Further, London, which was keen on developing itself as an offshore financial ‘entrepôt,’ was in competition with other financial centers for fresh investment from foreign banks, and unilateral regulations would have undermined this effort. The banking failures of 1974,

with their global impact, made the Bank of England's proposal to found an international committee.” (KAPSTEIN, 1989, p. 329).

A partir da iniciativa das autoridades britânicas – em específico, Lord Richardson, então presidente do Bank of England, e George Blunden, diretor do Banking and Money Market Services, departamento criado na estrutura do BoF com o objetivo de desenvolver recursos, formar pessoal e aprimorar esforços para a supervisão bancária após a crise que atingiu o sistema financeiro britânico em 1973 (GOODHART, 2011) – no encontro periódico do BIS ocorrido em dezembro de 1974, foi apresentada e aprovada a proposta de criação do *Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices*, posteriormente denominado apenas como *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS):

“Theorists of hegemonic stability, who focus on the international economic role of the United States, may find it noteworthy that officials from the Bank of England took the lead role in establishing the Standing Committee, which is now called the Cooke Committee after its current chairman, Peter Cooke of the Bank of England.” (KAPSTEIN, 1989, p. 329).

O Comitê da Basileia, como terminou conhecido, deveria funcionar como fórum permanente, integrado à estrutura institucional do BIS e serviria para permitir o desenvolvimento de uma compreensão abrangente sobre como as instituições bancárias de cada país eram supervisionadas pelas respectivas autoridades formalmente competentes; viabilizar pesquisas sobre formas de supervisão bancária; facilitar a troca de informações entre bancos centrais e autoridades de supervisão bancária; promover o estabelecimento de um sistema de alerta antecipado (*early warning system*) para detectar problemas no sistema interbancário global; e proporcionar a coordenação de políticas de supervisão bancária nos mercados financeiros internacionais (KAPSTEIN, 1994).

A formalização da criação do Comitê foi precedida por discussões sobre sua composição, isto é, sobre quais países seriam convidados a integra-lo na condição de membros, e sobre a

representação dos países membros no âmbito da instituição (GOODHART, 2011).

Segundo Kapstein (1994), como a iniciativa de criação do Comitê havia sido tomada pelas autoridades máximas dos bancos centrais e como as maiores crises bancárias que haviam motivado o estreitamento das discussões em torno do estabelecimento da instituição tinham emergido nos mercados de divisas internacionais, parecia lógico que o Comitê fosse formado por banqueiros centrais e por representantes das agências governamentais competentes por promover a supervisão bancária em seus respectivos países.

A questão da filiação, no entanto, era mais sensível e menos óbvia: Charles Goodhart (2011) descreve que discussões foram feitas sobre a incorporação ou não de membros ou entrantes na Comunidade Econômica Européia e que, ao final, decidiu-se por uma conformação concentrada, que além dos países do G-10 integraria apenas Luxemburgo em função da centralidade de sua praça financeira no mercado de eurodólares<sup>79</sup>.

Segundo Daniel Drezner (2008), essa composição caracteristicamente restrita do BCBS – em comparação com instituições financeiras internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial – seria intencionalmente conservada nas décadas seguintes e terminaria se transformando em um dos atributos definidores da tomada de decisão no âmbito do Comitê.

Com a resolução das questões relativas à estrutura burocrática e ao funcionamento do Comitê, seus membros reuniram-se pela primeira vez em fevereiro de 1975. Ao referir-se a esse contanto inicial, Kapstein (1994) menciona a existência de um certo estranhamento entre os membros do Comitê e a dificuldade de introduzir discussões como decorrência do desafio representado por pensar a coordenação da

---

<sup>79</sup> “A related question was what was to be the relationship between this new committee and more narrowly European groups, the Groupe de Contact and the European Commission. The G10 Governors excluded certain members of the EEC (Ireland and Denmark at that time; and subsequent entrants to the EU). The British argued, unavailingly, to widen membership of the BCBS to include all EEC members, so that all cross-border international issues could be primarily discussed in that forum [...]. But the Governors were unwilling to dilute BCBS membership further, beyond the extra place for Luxembourg. That gave the EC, and the EEC Governors, additional grounds for establishing their own separate Banking Advisory (initially Liaison) Committee, whose memberships, as already noted, overlapped extensively with the continuing Groupe de Contact. (GOODHART, 2011, p. 44-45).

supervisão interbancária internacional em um contexto no qual, apesar da globalização, persistiam significativas diferenças entre estruturas financeiras domésticas, regimes jurídicos, padrões contábeis e coleta e gerenciamento de informações.

Além disso, desde logo ressaltou-se que a intenção do Comitê não era promover qualquer harmonização regulatória, nas palavras do próprio Chairman do BCBS à época: “we are not intended to attempt to harmonise supervising techniques, riding roughshod over existing practices and legislation in the separate countries represented here”, ressaltou-se ainda que “It is appreciated that we cannot commit our countries to such changes” e mencionou-se que “we should remember that the quality of work done in supervision is at least as important as the regulations themselves” (BLUNDEN, 1975, n.c. apud GOODHART, 2011, p. 45-47).

No curso dos encontros seguintes à criação do Comitê, descreve Kapstein (1994, p. 50), seus membros procuraram definir os primeiros princípios para o desenvolvimento da cooperação internacional em supervisão interbancária, chegando-se, ainda em 1975, a um resultado inicial, inscrito na Concordata da Basileia (*Basle Concordat*): “The Concordat marked a first tentative step toward developing an internationally accepted approach to banking supervision”.

Na versão original do documento (BIS, 1975, p. 1), que seria posteriormente emendado em 1983, após a escândalo do Banco Ambrosiano, e em 1991, na esteira da crise do BCCI, descrevia-se como seu principal objetivo o estabelecimento de diretrizes para a cooperação entre as autoridades nacionais no processo de supervisão dos estabelecimentos bancários instalados em território estrangeiro e a sugestão de formas de aperfeiçoar sua eficácia – “The object of this report is to set out certain *guidelines* for co-operation between national authorities in the supervision of banks’ foreign establishments, and to suggest ways of improving its efficacy”. Além disso, salientava-se ainda que, apesar da concordância quanto a necessidade de promover a interlocução e a cooperação entre as autoridades supervisoras, não era possível estabelecer regras específicas de responsabilidade/competência pela supervisão dessas instituições bancárias:

“Having agreed on the need for contact and co-operations between supervisory authorities, the Committee went on to consider the extent to which the division of responsibilities for supervision could be codified. Their discussions



showed that it is not possible to draw up clear-cut rules for determining exactly where the responsibility for supervision can best be placed in any particular situation. Nevertheless, the Committee was able to agree on a number of general guidelines in this field.”

Essa indisposição em formular regras precisas e a utilização de uma terminologia genérica como “guidelines” ao invés de “rules” demonstrava as limitações da cooperação em termos de supervisão e regulação interbancária e da própria configuração institucional do Comitê (GOODHART, 2010), que não possuía competência para editar normas cogentes. Nesse mesmo sentido, descreve Kapstein (1989, p. 330): “Unfortunately, these principles were expressed with a high level of generality, and indeed central bankers continue to disagree about their meaning”.

Conforme veremos adiante, essas regras só assumiriam um caráter mandatório *de fato* em função da atuação coercitiva e bilateral da Grã Bretanha e especialmente dos Estados Unidos na segunda metade da década de 1980. Ainda em 1975, no entanto, a formula efetivamente adotada pode ser traduzida em termos de uma cooperação internacional flexível mas preponderantemente baseada no controle pelo país de origem<sup>80</sup> (KAPSTEIN, 1994) pela qual os países sede dos bancos internacionais se comprometeriam a garantir a solvência das sucursais que operavam em território estrangeiro, enquanto a competência pela supervisão dessas instituições instaladas em outras jurisdições caberia aos países receptores<sup>81,82</sup>:

---

<sup>80</sup> “Over time, the regulators came to adopt the rather flexible formula of ‘international cooperation based on home country control’. Such cooperation has been pursued on both a bilateral and a multilateral basis, and in a variety of ways. At the outset, the terms of international cooperation were quite limited, concentrating mainly on information sharing and the exchange of policy ideas; but as we will see later in the book, this sort of cooperation has evolved significantly over the years.” (KAPSTEIN, 1994, p. 47).

<sup>81</sup> Kapstein (1994, p. 49) descreve a Concordata como “a very British accord”. Seus termos adequavam-se aos interesses das autoridades britânicas, tendo em vista a posição ocupada pela City no mercado de eurodólares e os potenciais custos que uma distribuição diversa de competências poderia implicar.

<sup>82</sup> “Indeed, soon after the committee accepted the Concordat, a notable loophole in its coverage became apparent. Simply stated, the parts of a bank might not

“Host countries were given supervisory responsibility for the liquidity of foreign branches of banks and the solvency of foreign subsidiaries and joint ventures, on the assumption that they would likely have better information on such operations. Home governments were given responsibility for the solvency of their banks' foreign branches since this was linked so closely to the solvency of the head office.” (HELLEINER, 1994, p. 173-174).

Segundo Kapstein (1994, p. 50), uma leitura superficial da Concordata poderia levar à interpretação de que o documento inaugurava um regime de gestão de crises bancárias à nível internacional. Essa conclusão, no entanto, seria equivocada. Até então, na ausência de qualquer formalização procedimental à respeito de como proceder nesses casos, as respostas às crises bancárias eram tomadas *ad hoc* e a Concordata não modificou essa situação. Sua redação sequer especificava regras formais de competência a serem reconhecidas ou procedimentos de tomada de decisão a serem executados nessas situações – o que existiam eram meras orientações genéricas.

Além disso, o documento sequer foi tornado público até 1981 em função de dois motivos. Primeiro, porque os membros do Comitê entendiam que sua publicização poderia gerar problemas risco moral caso os gestores bancários antecipassem as condições sob as quais seriam eventualmente resgatados – “the supervisors believe that managers will act more prudently if they are unsure about bailout procedures”. Depois, porque, tendo em vista que o Comitê não detinham nenhuma competência legal e que os termos dos acordos firmados em seu âmbito só adquiririam força cogente caso fossem internalizados pelos ordenamentos jurídicos dos países membros, a exposição da Concordata poderia fomentar debates indesejáveis entre a sociedade civil sobre o nível de comprometimento dos bancos centrais em salvaguardar essas instituições (KAPSTEIN, 1994, p. 50).

---

add up to the whole. Home and host country supervisors might cooperate in painting an overall picture, but given different accounting rules and regulatory standards, and the large gaps in reporting within the banks themselves, the result could well be a partial view with important pieces obscured or missing.” (KAPSTEIN, 1994, p. 51).

Nesse mesmo sentido, prossegue Kapstein (1989; 1994), é representativo que, apesar da integração global do sistema interbancário, o fundamento da supervisão prescrito pelo regime regulatório em questão tenha permanecido ancorado ao princípio de controle pelo país de origem e que as autoridades governamentais responsáveis pelas principais praças financeiras internacionais não dispusessem-se à assumir as responsabilidades inerentes a condição de emprestadores de última instância nem em relação às instituições bancárias domésticas e nem quanto as instituições estrangeiras que operavam em seus espaços jurisdicionais – tendo em vista que essa questão não foi trata pela Concordata.

Segundo o autor, um regime de gerenciamento de crises poderia ter sido criado desde o início caso os Estados Unidos ou outro importante centro financeiro declarasse unilateralmente a disposição de atuar como emprestador de última instância. Assim, a decisão dos Estados Unidos e dos demais países membros em não assumir formalmente esse papel de liderança na gestão de eventuais crises teria minado a credibilidade da Concordata (KAPSTEIN, 1989).

Apesar dessas limitações, a Concordata foi representativa no esforço de estabelecer um regime de supervisão e regulação interbancária à nível global. Outro aspecto que reflete essa importância diz respeito às pretensões de abrangência territorial de sua aplicação. Definia-se no documento que a cooperação interbancária deveria garantir que nenhum estabelecimento estrangeiro, incluindo, portanto, sucursais, subsidiárias e joint-ventures de países não membros do Comitê, escapasse à supervisão das agências competentes. Além disso, expôs-se que as diretrizes para cooperação desenvolvidas no âmbito do Comitê deveriam ser comunicadas às autoridades regulatórias de outros países com participação significativa no sistema bancário internacional com o objetivo de ampliar o escopo colaborativo do Comitê:

“The Committee is agreed that the basic aim of international cooperation in this field should be to ensure that no foreign banking establishment escapes supervision. [...]. It is one of the Committee’s purposes to foster co-operation of that kind among its member countries. In addition, the Committee considers that any guidelines for co-operation it may agree on should be communicated to other countries with a significant role in international banking, in the hope of obtaining their co-operation too. The

Committee has already established contacts with the supervisory authorities of a number of such countries and, if the Governors accept this report, will consider which other countries it might approach.” (BIS, 1975, p. 2).

Outra implicação a ser enfatizada especificamente sobre o Comitê da Basileia é que sua constituição permitiu o estreitamento de laços entre os altos funcionários responsáveis pela supervisão bancária das principais potências capitalistas: “after this, bank regulators in different countries kept in close contact with one another, even sharing private phone numbers as well as information” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 153).

Esse contato facilitado e rotineiro terminaria criando também relações de confiança que seriam importantes para permitir a troca de informações sensíveis, viabilizando a constituição de “an informal but important international early warning system for international banking” (HELLEINER, 1994, p. 174) e capacitando seus integrantes a “to act in a concerted way as a collaborative team of ‘firefighters’ to deal with international financial crises” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 154) caso necessário fosse.

Panitch e Gindin (2013, p. 154) ainda destacam que a *reregulation* que acompanhou a volatilidade dos mercados financeiros, a aceleração da competição interbancária e a intensa mobilidade de capitais decorrentes da liberalização das finanças exigiu uma permanente intervenção estatal associada à esforços crescentes em termos de cooperação interestatal e que a implementação dos termos da Concordata de 1975 representou um marco no processo de expansão e reestruturação das capacidades regulatórias estatais exigida por essa mobilização de esforços:

“The Bank of England now offered, for the first time in its history, ‘formal and public instruction’ to all banks operating in the City of London to ‘tighten up their internal control systems’ on their branches’ foreign exchange operations’; the US Treasury’s Comptroller of the Currency created a Multinational Banking Department which oversaw the international activities of all US banks, with the aid of a permanent London office and a staff of traveling examiners; and the

Bundesbank established a Liquidity Consortium Bank, with the participation of the German banking industry, to perform lender-of-last-resort functions.”

Como conclusão cabe repisar que o Comitê da Basiléia funcionou como importante fórum de discussão e intercâmbio de expertise entre os principais supervisores bancários dos países do G-10, possibilitando inclusive a formalização da primeira síntese de esforços mobilizados em torno da construção de uma abordagem para a supervisão e regulação do sistema bancário à nível internacional na Concordata de 1975 – que, apesar da redação deliberadamente genérica e do caráter não mandamental das suas prescrições, representou um marco na construção do regime interbancária vigente.

#### 4.3 CRISE E CONFORMAÇÃO REGULATÓRIA NO SISTEMA INTERBANCÁRIO GLOBAL (1984-1998)

A repentina elevação da taxa de juros americana promovida em 1979 por Paul Volcker à frente do *Federal Reserve* terminou produzindo uma situação disruptiva que “custou aos EUA mergulhar a si mesmos e a economia mundial numa recessão contínua de três anos”. De um lado, grandes empresas e bancos estadunidenses quebraram e a própria economia americana foi submetida “a uma violenta tensão estrutural”, dando início à recessão que custaria a reeleição do democrata Jimmy Carter em 1980. De outro, a elevação da taxa de juros norte-americana forçou “os demais países capitalistas a um ajuste recessivo, sincronizado com a política americana” e impactou profundamente a dívida dos países devedores da periferia, provocando crises cambiais e bancárias pela América Latina, Ásia e leste europeu (TAVARES, 1997, p. 33-34).

Segundo Helleiner (1994, p. 176), a dimensão que a crise tenderia a assumir foi rapidamente percebida pelos grandes bancos e pelas autoridades governamentais norte-americanas, que não demoraram a traçar paralelos entre a provável proporção da desordem causada no sistema financeiro internacional e a Grande Depressão:

“International financial officials realized that a default by Mexico might soon be repeated by other major Latin American debtors such as Brazil

and Argentina. Because many of the largest Western private banks had extended loans to Latin American countries worth well over 100 percent of their total capital, these combined defaults would be catastrophic. As stated in a Federal Reserve Bank of New York study published later, 'International bankers and policymakers faced a threat of financial disorder on a global scale not seen since the Depression.'”

Os bancos americanos detinham de longe a maior proporção da dívida dos países latino-americanos. Esse elevado grau de exposição colocava o sistema bancário estadunidense em uma posição extremamente vulnerável aos impactos da crise. Por isso, as autoridades governamentais dos Estados Unidos mobilizaram-se rapidamente para acomodar os impactos gerados e a administração republicana chefiada por Ronald Reagan não apenas demandou domesticamente a mobilização de uma grande quantidade de recursos para manter a liquidez do sistema de pagamentos, como também utilizou a estrutura orgânica do BIS enquanto posto avançado na coordenação da resolução da crise da dívida (HELLEINER, 1994).

Traçando um paralelo com o distúrbio que atingiu o sistema financeiro norte-americano em 1974, Helleiner (1994) sustenta que a contenção da crise mexicana tornou-se viável em função da combinação entre a liderança do governo estadunidense e a ação dos bancos centrais organizados sob a estrutura institucional do Bank for International Settlements.

De início, um empréstimo de cerca de 1,85 bilhões de dólares foi concedido por meio do BIS; esse montante foi ainda complementado pelas autoridades governamentais norte-americanas, que em seguida à declaração de moratória anunciada pelo governo mexicano, articularam, sob a lideranças de Paul Volcker, então Chairman do Federal Reserve, e Donald Regan, Secretário do Tesouro, um ambicioso pacote de resgate que demandou um esforço conjunto entre várias agencias do governo federal e evidenciou, uma vez mais, a importância da capacidade de mobilização institucional estadunidenses:

“The Department of Energy purchase oil from Mexico, the Department of Agriculture advanced food aid and credits, and the Federal Reserve and its fellow central banks put together a 1.85 billion

loan; in total Mexico enjoyed a \$3.5 billion weekend” (KAPSTEIN, 1994, p. 89).

Com esse esforço, a crise de liquidez parecia ter sido resolvida e a direção do Federal Reserve organizou um encontro entre as autoridades mexicanas e representantes dos grandes bancos comerciais privados norte-americanos com o objetivo de definir parâmetros de renegociação dos termos da dívida do país latino-americano.

Helleiner (1994) descreve que Paul Volcker encorajou os banqueiros americanos a acatarem a proposta mexicana de suspender temporariamente o pagamento dos débitos contraídos desde que o governo do México se comprometesse a aceitar o amplo programa de reestruturação ortodoxa definido pelo FMI. A correlação de forças progressistas no México, no entanto, resistiu à adoção das medidas de austeridade definidas pela instituição, aprofundando a instabilidade nos mercados financeiros<sup>83</sup>. Novamente, a intervenção associada entre as autoridades americanas e o BIS foi necessária para conter a fuga de capitais que colocava o país – e conseqüentemente, o sistema financeiro internacional – em risco de colapso:

“Indeed, the size of this flight capital was so great that it threatened the stability of Mexican banks and, as Volcker pointed out, ‘brought the complex and automated international clearing machinery to the edge of breakdown, threatening confidence in the entire system.’ Collapse was prevented only by Volcker’s release of large amounts of the BIS bridging loan to Mexican banks on the condition that they require their depositors—mostly other pledge not to withdraw additional funds.” (HELLEINER, 1994, p. 178).

---

<sup>83</sup> “Lopez Portillo’s left-wing advisers had hoped that Mexico’s debt crisis could be eased by regulatory action to curtail and repatriate capital flight, much as West European governments had hoped to do during the exchange crisis of 1947. The private assets of many Latin American countries were almost equal to and in some cases exceeded their respective external debts; therefore, a compulsory repatriation of capital flight, aided by the cooperation of creditor countries, represented a possible alternative mechanism for resolving the crisis to some.” (HELLEINER, 1994, p. 181).

Com a acomodação do intento mexicano, as autoridades governamentais estadunidenses assumiram uma postura de gerenciamento da crise que fundamentava-se no estreitamento das relações de interdependência entre os credores – reunindo bancos comerciais, bancos centrais e instituições internacionais em uma única frente<sup>84</sup> – e no posicionamento do FMI como principal autoridade responsável por intermediar e conduzir a estratégia de suporte financeiro desenvolvida pelo Tesouro e pelo Federal Reserve para garantir o funcionamento do sistema de pagamentos (KAPSTEIN, 1994; HELLEINER, 1994).

Essa estratégia contemplava duas frentes de atuação: no curto prazo, advogava-se que a solução era manter a injeção líquidez no sistema de pagamentos, de modo a garantir que as operações não fossem interrompidas; no longo prazo, propunha-se o fortalecimento dos bancos internacionais ameaçados pela crise e a restauração das condições dos países devedores, de modo a proporcionar que estes fossem reinseridos na economia internacional (KAPSTEIN, 1994):

“With the Mexican government finally onside, the U.S. government and the IMF focused on pressuring the private banks to commit new funds to Mexico as part of the stabilization packages. These funds were forthcoming from the large banks that were heavily exposed to the debtors, but Federal Reserve officials and U.S. bank regulators had to pressure the hundreds of smaller banks that were less inclined to throw good money after bad. Volcker also convinced foreign central bankers and bank regulators to push their banks to participate in the loan payment rescheduling and new lending activity: When the banks had advanced enough funds, the IMF loan was finally approved and the funds were released. The Mexican packages served as the model for other debtor countries after 1982. When short-term liquidity crises struck Brazil, Argentina, and some of the other Latin American debtors in 1983-84, the United States and the BIS central

---

<sup>84</sup> “Many of the banks, especially smaller, regional institutions, wanted to get out at this point and take their losses. But the Federal Reserve, through a mixture of persuasion and coercion, did its job of keeping the banks together” (KAPSTEIN, 1994, p. 89).



banks offered these countries short-term bridging loans in return for an agreement to participate in rescheduling and adjustment programs backed by the private banks and the IMF.” (HELLEINER, 1994, p. 179-180).

Segundo Kpastein (1994, p. 91), apesar de ser alvo de críticas por parte de Reagan, que inclusive incitou o afastamento dos Estados Unidos das atividades da instituição, a administração republicana posicionou o FMI no centro do processo de negociação dos empréstimos e de acompanhamento da implementação das condicionalidades à periferia com o objetivo de “despolitizar” a gestão da crise da dívida<sup>85</sup>. O desempenho dessa função, no entanto, demandaria um aumento considerável dos recursos à disposição do FMI, o que levou a administração Reagan a solicitar ao Congresso americano a aprovação de fundos adicionais para a instituição no valor de 8,4 bilhões de dólares<sup>86</sup>.

Essa proposta enfrentava forte oposição de membros do Congresso americano, que trataram de enfatizar em que medida a falta de diligência dos bancos estadunidenses contribuiu para a crise da dívida dos países latino-americanos e de questionar os motivos pelos quais as autoridades regulatórias responsáveis não atuaram de forma vigilante, falhando em resguardar o sistema bancário americano contra empréstimos soberanos excessivamente arriscados (LICHTENSTEIN, 1985).

Como contrapartida para a aprovação da provisão de fundos adicionais ao FMI, o Senado demandou que um pacote de medidas regulatórias para o setor bancário fosse conjuntamente apresentado pelas agências reguladoras federais – *Federal Reserve Board, Office of the*

---

<sup>85</sup> “Ironically, in its first years in office, the IMF was subject to heated criticism by the Reagan administration, and there were even intimations that Washington would withdraw from active participation in the organization. With the emergence of the crisis, the utility of the IMF became readily apparent. It could help depoliticize crisis management and lead to greater burden sharing by the IMF’s member states. In short, even the Reagan administration recognized that it needed the help of international organizations.” (KAPSTEIN, 1994, p. 91).

<sup>86</sup> “[...] the administration would indeed seek additional funds for the IMF (as part of an overall increase in the IMF quota), and with that request the debt crisis would become fully enmeshed with domestic politics.” (KAPSTEIN, 1994, p. 92).

*Comptroller of the Currency* (OCC) e *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) (LICHTENSTEIN, 1985) – atuando, conforme ressaltado por KAPSTEIN (1994), na contramão de um momento histórico caracterizado pelo avanço da desregulamentação financeira nos Estados Unidos.

A resposta sobreveio com a submissão de um memorando conjunto, intitulado *Program for Improved Supervision and Regulation of International Lending*, ao *Senate Banking Committee*. Segundo Cynthia Lichtenstein, além de refletir uma compreensão sofisticada sobre os riscos associados aos empréstimos soberanos e de reconhecer expressamente que os procedimentos até então realizados pelas instituições americanas eram inadequados, o documento destacava que, em observância às diretrizes definidas pelo *Federal Financial Institutions Act* de 1978<sup>87</sup>, funcionava desde 1979, sob a direção da *Interagency Country Exposure Review Committee* (ICERC), um sistema para a uniformização dos procedimentos de avaliação dos fatores de risco envolvidos nos empréstimos internacionais realizados pelos bancos americanos:

“After the second OPEC price shock in 1979, the federal regulators instituted a new system of guidelines for evaluating country risk under the direction of an Interagency Country Exposure Review Committee (ICERC). The ICERC was charged with monitoring bank exposures, evaluating banks' internal systems for managing country risk, assessing the credit-worthiness of particular countries, identifying problems that could arise because of transfer risk, and bringing these problems to the attention of bank management. The ICERC, however, failed to

---

<sup>87</sup> Essa legislação descrevia o seguinte: “12 U.S.C. § 3301. Declaration of purpose - It is the purpose of this title to establish a Financial Institutions Examination Council which shall prescribe uniform principles and standards for the Federal examination of financial institutions by the Office of the Comptroller of the Currency, the Federal Deposit Insurance Corporation, the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Federal Home Loan Bank Board, and the National Credit Union Administration and make recommendations to promote uniformity in the supervision of these financial institutions. The Council's actions shall be designed to promote consistency in such examination and to insure progressive and vigilant supervision.” (USC, 1978, p. 3694).

prevent the escalation of risky sovereign debt. This problem resulted because banks could ignore the committee classifications without fear of sanction from the ICERC; market sanctions did not exist because the classifications were not public.” (LICHTENSTEIN, 1985, p. 408-412).

Lichtenstein (1985) descreve que a proposta definida no memorando apresentado pelas agências bancárias federais visava, de um lado, promover a transparência dos balanços dos bancos e o aperfeiçoamento das regras contábeis aplicáveis a essas instituições, permitindo, assim, que potenciais problemas envolvendo pagamentos internacionais fossem reconhecidos antecipadamente; de outro, pretendia-se consolidar as condições financeiras dos bancos americanos que operavam internacionalmente, incentivando a diversificação de riscos e – mais importante – a adequação de capital, de modo a proporcionar reservas suficientemente consistentes para responder a situações potencialmente adversas com essa proposta de instituição de um sistema de adequação de capital, bancos que mantivessem uma estrutura de ativos excessivamente concentrada e qualificada por empréstimos de maior risco, poderiam ser obrigados a aumentar sua base de capital (KAPSTEIN, 1994).

A completa dimensão dessa proposta revelaria-se posteriormente, tendo em vista que a adequação de capital tornaria-se o principal aspecto do regime regulatório em construção. À época, no entanto, o memorando foi fundamental para recolocar em discussão nos Estados Unidos a definição de padrões mínimos de adequação de capital a serem incorporados pelas instituições bancárias americanas.

Segundo Kapstein (1994), a questão havia sido legalmente definida à nível federal no *National Banking Act de 1864* e revista no *Federal Reserve System Act de 1913*, que definiam coeficientes mínimos de capital em função do total de depósitos constantes nos balanços das instituições bancárias (*capital-to-deposit ratios*). Essa regulação perdurou até a década de 1940, quando a adequação de capital passou a ser definida como função do total de ativos mobilizados nos balanços dos bancos (*capital-to-asset ratios*).

No entanto, com o esforço de guerra, a retenção de coeficientes mínimos de capital foi suspensa e, embora depois do conflito os reguladores federais tenham expressado preferência pela adoção de padrões de adequação de capital ponderados pelo risco, entre as décadas

de 1950 e 1980 as agências reguladoras em nível federal e estadual utilizaram diferentes parâmetros de avaliação, sem estabelecer um padrão comum até 1981, quando o *Federal Reserve* e o *Office of the Comptroller of the Currency* instituíram conjuntamente coeficientes de adequação de capital para bancos e holdings bancárias com base no tamanho dessas instituições (WHITE, 1992).

A proposta conjunta apresentada pelos reguladores das agências federais norte-americanas encontrou adesão no Congresso. De um lado, entendeu-se que a elevação dos níveis de capital dos bancos americanos que operavam internacionalmente promoveria a restauração da confiança no sistema como um todo e que a medida encorajaria os bancos estadunidenses a atuarem de forma mais prudente na concessão de empréstimos internacionais e na exposição aos riscos envolvidos nessas operações. De outro, a imposição de padrões de capital mais rígidos sobre essas instituições demonstraria aos contribuintes americanos que o ônus da recapitalização do sistema financeiro internacional por meio de assistência bilateral aos devedores e do aumento da quota de participação dos Estados Unidos no FMI também seria suportado pelos acionistas dos bancos (KAPSTEIN, 1991; 1994).

Além disso, as autoridades governamentais norte-americanas tinham clareza sobre as implicações que recairiam sobre seus bancos e sobre o sistema financeiro internacional caso essa injeção de liquidez não fosse promovida (LICHTENSTEIN, 1985, p. 433):

“[...] even the House of Representatives recognized, for the moment, the necessity of rolling over the loans, and of allowing the rescheduling process to continue with the addition of new money to keep the interest payments on the old loans current, or at least current enough to prevent a mandatory recognition of default, and a conceivable international financial breakdown.”

Essa situação, no entanto, estava longe de ser plenamente resolvida. A discussão dessas propostas pelo Congresso americano foi atravessada por manifestações de preocupação quanto as potenciais implicações da adequação de capital sobre a competitividade das instituições americanas que atuavam internacionalmente. Os representantes do setor financeiro estadunidense alegavam que regulações unilaterais constrangeriam a capacidade operacional dos

bancos estadunidenses, resultando em um decréscimo no volume de empréstimos domésticos e externos, e prejudicariam a competitividade dessas instituições perante os concorrentes estrangeiros:

“The immediate reaction to the possibility of further regulatory restrictions enraged Wall Street. The American Bankers' Association, for example, argued that any new plans for a capital adequacy regime would undermine ‘the ability of US banks to compete’, particularly in relation to Japanese banks” (SEABROOKE, 2001, p. 136).

Essas preocupações pareciam justificáveis: segundo Fernando José Cardim de Carvalho (2005, p. 17), a “liberalização financeira” e a “globalização” haviam colocado “em confronto direto bancos americanos, bancos europeus e bancos japoneses” e, “no início dos anos 80”, os bancos americanos pareciam “ser os mais frágeis neste confronto, envolvidos por crises, e limitados nas suas escolhas de diversificação de atividades” em função de restrições legais domésticas. Além disso, é preciso inserir essa percepção sobre a ameaça competitiva representada pelos bancos japoneses no contexto mais amplo das pressões concorrenciais que vinham se estabelecendo especialmente desde a década de 1960.

Na década de 1980, Tavares (1997, p. 29-30) descreveu que “até recentemente não era razoável supor que os EUA conseguissem reafirmar sua hegemonia sobre seus concorrentes ocidentais” e que “até o final da década de 70, não era previsível que os EUA fossem capazes de enquadrar dois países que tinham uma importância estratégica na ordem capitalista: o Japão e a Alemanha”<sup>88</sup>.

---

<sup>88</sup> Nesse mesmo sentido, o seguinte trecho, escrito por David HALE (1990, p. 150) no início da década de 1990 é exemplar ao demonstrar como essas pressões competitivas eram percebidas em paralelo com a perda de competitividade do setor produtivo americano frente às firmas japonesas: “The competitiveness debate that today focuses on America’s industrial performance will soon confront something even more that fundamental: money. The rise of Japanese financial power and the contradictions of U.S. economic policy are weakening the competitive position of the U.S. financial services industry—one of the few sectors where the United States still regards itself as more creative, more sophisticated, and more aggressive than its foreign rivals. As a consequence, the United States may soon face the same market erosion in

Conforme destacado por Daniel Tarullo (2008, p. 46-47), os bancos japoneses tornaram-se alvos preferenciais por conta de seu rápido crescimento na década anterior – que, aliás, se manteria até a década seguinte. A descrição do autor sobre o ritmo de crescimento dos bancos japoneses ilustra o quão assombrosa essa imagem deveria parecer para os grandes financeiros e autoridades regulatórias do setor bancário estadunidense: em 1974, ano em que foi criado o Comitê de Basileia, apenas um dos dez maiores bancos do mundo (com base no total de ativos) era japonês; em 1988, no entanto, ano em que o Acordo da Basileia foi concluído, nove dos dez maiores bancos do mundo eram japoneses. Também o ritmo de crescimento da proporção de ativos contabilizados pelas instituições japonesas impressionava: em 1981, os bancos japoneses detinham pouco mais de um quarto dos ativos totais dos vinte maiores bancos do mundo; em 1988, a fatia japonesa havia aumentado para quase três quartos. Além disso, esse crescimento dos bancos japoneses ainda contrastava com o declínio relativo dos bancos americanos:

“In 1974 Bank of America, Citicorp, and Chase Manhattan were the three largest banks in the world. Although Citigroup and Bank of America remained the top two in 1981, Chase had fallen to 15th. By 1988 the three largest US banks—Citigroup, Chase, and Bank of America—were only the 11th, 39th, and 41st largest banks in the world, respectively. The US share of assets of the world’s top 20 banks declined from 18.2 percent in 1981 to 4.45 percent in 1988.”

Tarullo (2008) reconhece que esse período foi caracterizado pelo significativo crescimento dos ativos de todos os bancos internacionais, mas esclarece que a pressão concorrencial exercida pelos bancos japoneses expressava-se na diferença proporcional de crescimento dos seus ativos: enquanto entre 1974 e 1988 os ativos dos trezentos maiores bancos do mundo cresceram quase sete vezes; nesse mesmo período os ativos dos bancos estadunidenses pertencentes a esse grupo não chegaram sequer a triplicar, enquanto os ativos dos bancos japoneses cresceram treze vezes.

---

financial services that has afflicted its producers of machine tools, automobiles, and semiconductors”.

Considerando esse desalinhamento competitivo, Leonard Seabrooke (2001) e Tarullo (2008) sugerem que ante a crescente relevância das discussões sobre a adequação de capital no contexto da crise da dívida, financistas americanos e autoridades governamentais estadunidenses enxergaram uma relação de causalidade entre esse desalinhamento competitivo e os níveis de adequação de capital implementados pelos bancos americanos e pelos bancos japoneses.

Apesar disso, conforme descrito por Kapstein (1994), embora no início da década de 1980 o Comitê da Basileia tivesse publicado um documento expressando preocupações com a erosão dos níveis de capital nos balanços dos bancos internacionalmente ativos, insistindo que nenhuma deterioração adicional deveria ser permitida, até então não se conhecia precisamente a dimensão das diferenças entre os coeficientes de adequação de capital desses bancos, tendo em vista a ausência de padronização das medidas contábeis utilizadas.

Em 1984, prossegue Kapstein (1994), o Comitê da Basileia progrediu na aferição transnacional dos níveis de adequação de capital adotados: reconhecendo as diferentes definições de capital e as variedade de métodos aplicados para calcular os coeficientes de capital, elaborou-se um quadro que permitiu aos bancos centrais comparar as diversas metodologias e estatísticas nacionais e, assim, as acentuadas diferenças nos níveis de capital adotados tornaram-se prontamente aparentes, com as maiores relações capital/ativo suportadas pelos bancos americanos e britânicos.

Tendo em vista essas considerações sobre a disposição dessas assimetrias competitivas em prejuízo das instituições bancárias estadunidenses que atuavam nos mercados internacionalizados, cabe enfatizar que, de um lado, os congressistas americanos não estavam dispostos a abrir mão das medidas regulatórias previstas na proposta conjunta apresentada pelos reguladores das agências federais americanas e, assim, aparentar estar socorrendo os grandes bancos estadunidenses sem exigir qualquer contrapartida; de outro, no entanto, eram compelidos a considerar as implicações competitivas que as novas regras poderiam provocar<sup>89</sup> (KAPSTEIN, 1991; 1994).

---

<sup>89</sup> “In the midst of the Latin American debt crisis and the necessary replenishment of International Monetary Fund resources by the United States and other industrialized countries, most members of Congress were not receptive to objections that increased capital levels would be costly and/or unnecessary for large multinational banks. They were more receptive to complaints that the stricter capital regulation contemplated by Congress would

Em meio a esses propósitos aparentemente incompatíveis, as autoridades norte-americanas procuraram forjar um consenso que agradasse os congressistas e ainda encontrasse apoio entre a alta finança estadunidense:

“while US banks did not want a capital adequacy regime that would disadvantage them in relation to their Japanese counterparts, a regime that disadvantaged their Japanese counterparts and provided them with advantages was certainly supported” (SEABROOKE, 2001, p. 137).

Nesse sentido, o Congresso decidiu formalizar legalmente o compromisso de forçar a adoção das práticas regulatórias aprovadas no plano doméstico também pelos principais concorrentes no sistema interbancário global: a redação final do *International Lending Supervision Act* de 1983 (ILSA) incluía provisões que atribuíam ao Presidente do Federal Reserve e ao Secretário do Tesouro a competência para atuarem “encorajando” as autoridades governamentais e regulatórias dos demais países mais representativos no sistema interbancário global (basicamente os membros do G-10) a aumentarem os requisitos de adequação de capital para os bancos comerciais:

“SEC. 908 [...] (C) The Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System and the Secretary of the Treasury shall encourage governments, central banks, and regulatory authorities of other major banking countries to work toward maintaining and, where appropriate, strengthening the capital bases of banking institutions involved in international lending.” (USC, 1983, p. 1281).

Estabeleceu-se, assim, um compromisso institucional em defesa dos interesses competitivos da finança estadunidense e as autoridades americanas rapidamente mobilizaram suas capacidades institucionais para avançar esse compromisso entre os demais países – no que

---

seriously disadvantage the competitive position of those banks.” (TURILLO, 2008, p. 46).



Seabrooke (2001) definiu como “financial diplomacy” – e o andamento dos esforços orientados ao “encorajamento” dessa “harmonização” regulatória por parte dos demais países do G-10 tornou-se um tema prioritário na agenda do Congresso americano, que demandou uma constante mobilização e intercâmbio de informações entre as agências reguladoras federais e o Comitê da Basileia:

“The Federal Reserve Board and the U.S. Treasury Department were called upon to issue a progress report on international negotiations within one year of the act’s passage, and Congress, at the request of House Banking Committee chairman Ferdinand Saint-Germain, also asked the General Accounting Office to present its own report on the activities of the Basle Committee. Saint-Germain further demanded that the FDIC be given a seat on the Basle Committee, in order to check the growing power of the secretive Federal Reserve in regulatory affairs.” (KAPSTEIN, 1994, p. 108)

A questão que se colocava, então, remetia à estratégia que deveria ser mobilizada pelos Estados Unidos na promoção da convergência regulatória entre os bancos dos países concorrentes. Segundo Kapstein (1991), considerando os empreendimentos até então realizados no âmbito do Comitê da Basileia, as autoridades do Federal Reserve Board esperaram poder relançar negociações multilaterais utilizando a estrutura da instituição e assim, no início de 1984, Paul Volcker apresentou perante o Comitê a manifestação formalizada pelo Senado americano demandando esforços na promoção da convergência regulatória.

Segundo Kapstein (1991, p. 2), a diligência americana parecia contrastar com o desinteresse e a resistência apresentada pelos demais membros do Comitê, – “most of the G-10 central-bank governors were less than enthusiastic about discussing the convergence of capital standards when Federal Reserve Board chairman Paul Volcker first raised the issue in 1984” – que classificavam a demanda americana como descomedida, especialmente pelas dificuldades técnicas que a proposta implicava:

“In accordance with the ILSA requirement, Paul Volcker dutifully presented the congressional request for convergent capital standards to his fellow central-bank governors at a meeting in Basle in March 1984. In the words of one Federal Reserve Board staff member, his presentation was ‘greeted with a yawn.’ Although the Basle Committee had issued a paper expressing concern about the erosion of capital levels in international banks and had urged in 1982 that no further deterioration be allowed, it seemed to the central bankers that policy convergence was too much to ask, given the vast differences in national banking systems. As Volcker and Regan (1984) put it in a May 1984 report to Congress, ‘the difficulties involved ... were recognized as substantial.’” (KAPSTEIN, 1991, p. 15).

A iniciativa estadunidense de promover o processo de harmonização regulatória multilateralmente não se traduziu em qualquer progresso e a percepção que se estabeleceu gradativamente entre as autoridades reguladoras do Federal Reserve Board passou a ser a de que “the Basle Committee was not pursuing the issue as aggressively as it might” (KAPSTEIN, 1991, p. 18).

Os desafios eram significativos: de um lado, as particularidades de cada sistema financeiro doméstico pareciam tornar inviável a promoção de uma convergência de capital mais abrangente<sup>90</sup>; de outro, as pretensões estadunidenses confrontavam os interesses japoneses e, sobretudo, esbarravam no projeto integracionista europeu (KAPSTEIN, 1991; 1994).

Conforme descrito por Kapstein (1992, p. 276-277), as autoridades europeias manifestavam concordância quanto ao papel crucial da adoção de requisitos mínimos de capital para restaurar a

---

<sup>90</sup> “The issue of bank capital illustrates this problem. National regulators have adopted different requirements for levels of capital in banks chartered in their countries, and these requirements reflect in part the particular banking structures that have arisen over time. The German banking system, for instance, with its three dominant ‘universal’ banks, stands in sharp contrast to the segmented and decentralized American financial system, and bank capital requirements in the two countries have historically been quite different” (KAPSTEIN, 1989, p. 327).

confiança do público no sistema financeiro e também quanto a importância de conter o avanço da erosão nas estruturas de capital das instituições bancárias. No entanto, não podiam consentir com um projeto no qual os Estados Unidos definiam, com base nas características próprias ao seu sistema financeiro, um padrão regulatório a ser adotado indiscriminadamente pelos países europeus. Além disso, o estabelecimento de padrões de adequação de capital figurava na agenda da Comissão Europeia e a harmonização regulatória entre a maioria dos membros da União Europeia “was already well under way in Brussels, and France and several other EC members did not want to cede regulatory leadership to Basle”.

Segundo Kapstein (1991; 1994), a falência que levou ao arresto do Continental Illinois<sup>91</sup> pela FDIC em 1984 fez aumentar ainda mais a pressão por parte do Congresso americano sobre os reguladores americanos para que os esforços no intento de aperfeiçoar a supervisão bancária fossem intensificados<sup>92</sup>. Essa busca pelo aperfeiçoamento dos padrões de adequação de capital levou os supervisores bancários das agências federais americanas a avançarem na interlocução com o BIS no

---

<sup>91</sup> “Shortly after Volcker’s presentation to the Basle Committee, bank capital once again emerged as a domestic political issue in the United States. [...] The story of Continental Illinois is a textbook case of a bank that combined high leverage with a risky portfolio in its reckless pursuit of market share. [...] In the aftermath of ILSA and the Continental Illinois debacle, bank regulators found themselves under renewed pressure from Congress to bolster the supervisory process. (KAPSTEIN, 1991, p. 15).

<sup>92</sup> Como resposta à essas presões, as autoridades federais optaram concentrar sua atuação no sentido de garantir a integridade dos fundos de seguro depósito, avançando, assim, no estabelecimento de padrões de adequação de capital: “In fact, the Federal Reserve wanted the banks to make every effort to strengthen their balance sheets through the financial markets before any more of them had to seek assistance from the federal government. Of greatest concern to the bank supervisors was the integrity of the deposit insurance fund, which would come under tremendous pressure if any other large banks failed. Maintaining this fund involved actions on both the asset and liability sides. On the asset side, the Federal Reserve would emphasize loan quality in the banks it examined; on the liability side, new capital-adequacy standards would be established and capital levels increased in banks where the regulators felt it necessary. The more capital available to absorb loan losses, the greater the protection for the insurance fund.” (KAPSTEIN, 1991, p. 15-16)

intuito de explorar as políticas regulatórias implementadas nos demais países do G-10<sup>93</sup>.

Após algumas apurações, concluiu-se que o sistema adotado pelas agências federais dos Estados Unidos, definido pela utilização de coeficientes fixos de capital por ativo, era “problematicamente simplista”: enquanto os bancos americanos eram obrigados a reter US\$ 5,50 de capital para cada US\$ 100 em ativos, independentemente da qualidade ou do tipo desses ativos; outros países do G-10, como Reino Unido, França e Bélgica, dispunham de sistemas de adequação de capital mais complexos, definidos pela utilização de coeficientes ponderados pelo risco: o nível de capital a ser retido pelos bancos derivada em função do grau de risco do portfólio de cada instituição (KAPSTEIN, 1994).

Desde 1984 já existia um intercâmbio técnico entre o Federal Reserve Board e o Bank of England que poderia ser aproveitado pela iniciativa de aperfeiçoamento dos padrões de adequação de capital adotados pelos Estados Unidos. Assim, em 1986, após um intenso processo de comunicação entre as autoridades reguladoras americanas e o corpo burocrático do Bank of England, o Federal Reserve Board concluiu e divulgou uma proposta para a instituição de um padrão de adequação de capital baseado num sistema ponderado pelo risco que deveria ser adotado pelos bancos estadunidenses como complemento ao padrão de coeficiente fixo existente (KAPSTEINS, 1991; 1994).

Chegou-se, assim, A definição de um padrão doméstico. Apesar disso, o desafio de promover a adesão dos demais países à essa configuração regulatória permanecia em questão e os Estados Unidos teriam de recorrer novamente a um consórcio com os britânicos para avançar essas pretensões. Nesse período, não era apenas a alta finança estadunidense que denunciava a deterioração da posição competitiva de seus bancos nos mercados financeiros internacionais.

Segundo Seabrooke (2001), as reclamações dos banqueiros britânicos sobre o aproveitamento de assimetrias competitivas pelos bancos japoneses também vinham ganhando força e, conseqüentemente, as pressões para que o Bank of England atuasse na promoção dos interesses da alta finança britânica também cresciam. Nesse mesmo

---

<sup>93</sup> “In search of a new capital-adequacy standard, bank supervisors at the Federal Reserve Board in Washington and the Federal Reserve Bank of New York began to explore the regulations in place overseas; the supervisors were assisted in this effort by a staff report of the Basle Committee that compared capital requirements across the G-10 countries.” (KAPSTEIN, 1991, p. 16).

sentido, Norfield descreve em que medida Tóquio passou a ameaçar a posição de Londres especialmente no curso da década de 1980:

“In 1975, the UK was by far the biggest international banking centre, with 27 per cent of global business, twice the size of the next biggest, the US. Japan was only in seventh place among the major countries, with less than 5 per cent of the market. Nevertheless, it later emerged as the main threat to London’s position, as a result of Japan’s large current account surpluses and growing foreign investments. [...]. Alongside this, Japan’s surplus funds also began to be lent directly from Tokyo, helping to make it a major international banking centre by the late 1980s. Japan’s share of international banking had risen to 17 per cent by 1989, only a little below London’s, and Japanese banks also accounted for more than 35 per cent of London’s international banking business by 1987. This was not an overnight development, but it indicated how one power’s market dominance might be threatened over time.” (NORFIELD, 2016, p. 50-51).

Além dessas preocupações competitivas em relação ao Japão, Kapstein (1991) menciona as objeções das autoridades britânicas quanto aos possíveis desdobramentos que poderiam derivar das iniciativas de padronização regulatória promovidas no âmbito da Comunidade Europeia e que inseriam-se no plano mais amplo de preocupações com a permanente ameaça do avanço competitivo francês e especialmente alemão<sup>94</sup>:

“[...] for the British, as one central banker noted, a regulatory alliance with the United States would serve to head off any ‘cockeyed’ European

---

<sup>94</sup> “Germany’s position in international banking also strengthened, and did so more persistently than Japan’s. Eventually, Germany overtook Japan’s share of business and came closer to the US position, another indication of its potential threat to UK-based financial business by the late 1990s and one factor behind the UK government’s worries about German competition.” (NORFIELD, 2016, p. 71).

Commission-led effort inspired by the French and Germans, which might have focused on an alternative capital adequacy standard, debt forgiveness, or some other unacceptable strategy” (KAPSTEIN, 1992, p. 266).

As pressões promovidas pelos bancos privados vinham crescendo e ainda em 1986, em meio a esse cenário de intensificação concorrencial, entidades representativas dos principais bancos de Nova York e Londres associaram-se em uma campanha pela promoção da convergência da adequação de capital no âmbito internacional: “More importantly, in 1986 US and Britain banking associations began a campaign for new regulations on capital adequacy.” (SEABROOKE, 2001, p. 137).

Em julho do mesmo ano, sob o pretexto oficial de restaurar a confiança no sistema interbancário global, o então Chairman do Federal Reserve, Paul Volcker, propôs ao governador do Bank of England, Robin Leigh-Pemberton, um acordo para a promoção conjunta de um sistema de adequação de capital comum (SEABROOKE, 2001)<sup>95</sup> que foi rapidamente aceito, surpreendendo o próprio Volcker – “According to Volcker, ‘they quickly agreed. The speed with which they jumped on it surprised me’” (KAPSTEIN, 1991, p. 19) – e em janeiro de 1987, o Federal Reserve e o Bank of England apresentaram um acordo conjunto de adequação dos níveis de capital ponderado pelo risco (PANITCH; GINDIN, 2013).

Segundo Seabrooke (2001, p. 137), como nas estratégias militares, Estados exercem “diplomacia financeira” para formar alianças, criando laços bilaterais dentro de uma estrutura multilateral, visando benefícios mútuos em prejuízo da competitividade de outros Estados concorrentes. O autor entende a aliança estabelecida entre Estados Unidos e Reino Unido nesses termos e descreve as declarações que envolveram a justificação do acordo bilateral para enfatizar suas motivações concorrenciais: “The Fed regarded the new capital adequacy

---

<sup>95</sup> “Specifically, the agreement provided for (1) a common definition of capital, which comprised shareholders’ equity, retained earnings, minority interests in subsidiaries, and perpetual debt, (2) the adoption of a risk-weighted system for evaluating capital adequacy, and (3) the inclusion of all off-balance-sheet commitments in capital-adequacy determinations. No minimum level of required capital was proposed in the agreement (Kapstein [1992]).” (KAPSTEIN, 1991, p. 19).

standard as ‘a breakthrough [...] a step toward international consistency’ that would ‘minimize the distortion in international competition’”, ao passo que o Bank of England “more to point, announced that the new standard would ‘provide a basis which other countries, notably Japan [...] can follow’”. Nesse mesmo sentido, Kapstein apresenta as declarações de Volcker perante o Congresso americano:

“Paul Volcker (1987) vigorously defended the U.S.-U.K. accord in hearings before Congress. It was designed, he said, to meet ‘several partly conflicting objectives.’ These included the need to address the rapid growth of off-balance-sheet commitments, the creation of a measurement system that would avoid government determination of resource-allocation decisions, the desire to promote regulatory convergence, and the effort to establish a fair competitive standard that all international banks should meet. Volcker stressed this last point. ‘I cannot emphasize strongly enough,’ he said, ‘our interest in the competitiveness of U.S. banks.’ This statement is of particular interest in light of the subsequent comment by the secretary of the Basle Committee, Peter Hayward (1990), that the Basle Accord was not ‘created to ensure fair play, but to ensure the safety and soundness of national banking systems and to protect the interests of depositors.’” (KAPSTEIN, 1991, p. 20).

Apesar disso, apenas a formalização do acordo bilateral não seria suficiente para promover a conformação regulatória dos demais países do G-10 ao padrões estabelecidos pelo consórcio anglo-americano. Assim, as autoridades governamentais estadunidenses e britânicas atuaram a partir de duas direções para promover essa adesão: de um lado, ameaçaram estabelecer uma “zona de exclusão”, forçando a inclusão das negociações sobre a adequação de capital no topo da “agenda internacional” (HELLEINER, 1994; KAPSTEIN, 1991; 1994; TARULLO, 2008; SEABROOKE, 2001); de outro, procuraram fortalecer o Comitê da Basileia como instância no âmbito da qual essas negociações deveriam ocorrer, tentando atribuir à esse movimento de convergência um caráter multilateral (KAPSTEIN; 1991; 1994) que na realidade não existia.

Quanto ao primeiro aspecto da estratégia anglo-americana, Tarullo (2008) descreve que em seguida à conclusão do acordo bilateral, Estados Unidos e Reino Unido aumentaram as pressões sobre os demais países do G-10, sugerindo que poderiam exigir a adoção desses padrões de capital por parte de instituições estrangeiras que buscassem adquirir bancos ou mesmo fazer negócios em seus respectivos países. Além disso, especificamente em relação aos concorrentes nipônicos, o Federal Reserve Board divulgou que usaria um acordo bilateral de transparência entre Estados Unidos e Japão para exigir que bancos japoneses ativos nos Estados Unidos fornecessem dados sobre adequação de capital em conformidade com as categorias e definições estabelecidas no acordo anglo-americano.

Assim, prossegue Kapstein (1991, p. 2), preocupados com a possibilidade de que as futuras incursões de seus bancos nos mercados britânico e americano fossem obstadas, as autoridades regulatórias e os representantes dos bancos comerciais franceses, alemães e japoneses reconheceram que um acordo internacional sobre a adequação dos níveis de capital havia se tornado um fato consumado carente apenas de formalização: “In short, the story of the Basle Accord illustrates the enduring strength of the United States in shaping and advancing policies in international economic relations”.

Quanto ao segundo aspecto dessa estratégia, impactos negativos foram gerados na esteira da iniciativa anglo-americana, redefinindo as expectativas compartilhadas entre os atores: nesse sentido, descreve Tarullo (2008), gerou-se entre os demais membros do Comitê o receio de que essa forma de atuação bilateral passasse a ser adotada como substitutivo para saídas negociadas multilateralmente e simplesmente imposta internacionalmente. Por outro lado, Kapstein (1991, p. 20) descreve que esses impactos negativos não foram ignorados pelas autoridades estadunidenses e britânicas e, de fato, foram incluídos no cálculo estratégico dos dois países:

“American and British supervisors recognized from the outset the problems inherent in their bilateral strategy. On the one hand, it could harm relations between Britain and the European Community – indeed, European Commission president Jacques Delors had complained to the chairman of the Basle Committee, Peter Cooke, that the U.S.-U.K. agreement was not ‘communitaire.’ On the other hand, the United States was concerned about the general feeling of



ill will that might be created among other G-10 central-bank governors. Nonetheless, the United States and Great Britain wanted to ensure the extension of their standard, and they adopted a two-track route in 1987.”

Por isso, não apenas sob a coação criada pela articulação forçada de uma zona de exclusão sustentou-se a atuação do consórcio anglo-americano. Conforme descrito por Kapstein, de um lado, as autoridades regulatórias do Federal Reserve e do Bank of England procuraram reforçar canais unilaterais de comunicação com os supervisores bancários japoneses e europeus:

“In January, the president of the Federal Reserve Bank of New York, Gerald Corrigan, traveled to Tokyo, where he told officials that ‘the most important reform’ Japan could undertake in the financial area would be ‘a better alignment of Japanese capital requirements with those of other leading industrial countries’ (Rehm, 1987). Meanwhile, the head of banking supervision at the Bank of England, Brian Quinn, traveled to several European capitals in an effort to sell the capital accord.” (KAPSTEIN, 1991, p. 21).

De outro, procuraram reestabelecer as discussões no âmbito do Comitê da Basiléia, acomodando críticas e incentivando os demais membros do BIS a aderirem à construção das “negociações multilaterais”:

At the same time, pressure was placed directly on the Basle Committee to respond quickly to the joint accord. A series of special meetings were held, in which criticism of the bilateral agreement was aired. Although these discussions were tough, it was already clear to the participants that some agreement would ultimately be reached (Hayward, 1990). The fact that the United States and Great Britain would hold international banks to the new standards, and the threat that they would not approve banking applications from international

banks that did not adopt their capital-adequacy measure, made a Committee proposal inevitable. (KAPSTEIN, 1991, p. 21).

A estratégia foi extremamente bem sucedida, de modo que em menos de um ano após a formalização do acordo bilateral anglo-americano, um novo padrão internacional de adequação de capital ponderado por risco foi definido no âmbito do Comitê da Basileia (KAPSTEIN, 1991): apesar dos protestos dos banqueiros japoneses<sup>96</sup> (SEABROOKE, 2001), em setembro de 1987 as autoridades regulatórias americanas, britânicas e nipônicas alcançaram um consenso sobre as linhas gerais de um acordo internacional a ser ajustado entre os três países<sup>97</sup>.

Com a adesão japonesa, as negociações avançaram irreversivelmente e, no mês seguinte, o Comitê anunciou oficialmente que seus membros haviam chegado a um acordo tanto sobre a definição de capital a ser adotada pelo sistema de adequação ponderado pelo risco, quanto sobre os coeficientes mínimos de capital à serem mantidos pelas instituições bancárias, aspectos até então pendentes de conclusão

---

<sup>96</sup> “For the Japanese, the major concern was accounting for the “hidden reserves” held by banks, including real estate and corporate equities. The Ministry of Finance and the Bank of Japan asserted that hidden reserves should be “marked to market” (that is, equities and real estate should be assigned their market rather than historic value) and the resulting capital gain added to base capital. The British and Americans objected, stating that existing regulatory and accounting rules prevented their banks from valuing similar holdings at market levels. Negotiations on this and other matters continued throughout the summer of 1987, and, by September, the United States, Britain, and Japan “had come to terms on the broad outline of an international agreement” (Tobin, 1990).” (KAPSTEIN, 1991, p. 21-22).

<sup>97</sup> “The trilateral accord permitted the Japanese to count up to 45 percent of the unrealized gain on securities and other equities as part of base capital. It was also agreed that the risk-weighted system would be phased in over a five-year period and that international banks would be evaluated according to the new system at the end of their 1992 fiscal year. That year, of course, coincided with the deadline for implementation of the Single European Act adopted by the European Community and, more specifically, with the Second Banking Directive. Because the EC itself was having ongoing discussions regarding harmonization of banking regulations as part of the 1992 program, it was important that the new capital-adequacy standard meet the concerns of the European members of the G-10.” (KAPSTEIN, 1991, p. 21-22).

(KAPSTEIN, 1994). Finalmente, em julho de 1988 a versão final, intitulada *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, foi publicada pelo Comitê da Basileia.

Uma questão é particularmente representativa do ativismo estadunidense nesse processo: a estratégia de enquadramento mobilizada pelos Estados Unidos em conjunto com o Reino Unido foi tão efetiva, forçando os demais membros do Comitê a envolverem-se nas negociações em torno de um acordo que a “versão bilateral” sequer chegou a ser formalmente internalizado pelo ordenamento regulatório doméstico dos Estados Unidos. Conforme descrito por Tarullo (2008, p. 50-51), o Federal Reserve chegou a publicar uma proposta de regulamentação fundamentalmente baseada nos termos do acordo, no entanto, “it never took effect, since it had the desired consequence of prodding the Basel Committee negotiations to a successful conclusion”.

Esse Acordo, posteriormente conhecido como Basileia I, reunia disposições relativamente simples, dirigidas apenas às operações de crédito promovidas pelos bancos internacionalmente ativos – todos estabelecidos nos países centrais que compunham o G-10. Pelo acordado, determinou-se que as instituições bancárias deveriam manter capital próprio na proporção de 8% dos ativos colecionados ponderados segundo níveis de risco, definidos pelo próprio Comitê (AMBIMA, 2010).

Essa estrutura de risco partia de 0% com os títulos da dívida de países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e chegava a 100% com os títulos de dívidas privadas, passando, nos níveis intermediários, pelos títulos da dívida do setor público, pelos títulos da dívida de bancos de desenvolvimento e pelas hipotecas residenciais. Exigia-se, assim, que os bancos mantivessem a mesma quantidade de capital referente ao nível de risco ponderado. Além disso, determinava-se ainda o conceito de capital a ser utilizado pelos reguladores (AMBIMA, 2010).

Dois faixas de capital ou “tiers” deveriam ser consideradas: “a primeira seria constituída do capital próprio da instituição, mais provisões e similares”, quanto “a segunda faixa incluiria elementos cujo comportamento fosse semelhante ao do capital, como, por exemplo, dívida subordinada”. Por fim, “cada faixa poderia, ainda, ser composta por outros instrumentos adicionais, desde que exibissem características similares aos itens mencionados”. Definiu-se ainda que esse sistema deveria ser completamente implementado até o final do ano fiscal de 1992 (AMBIMA, 2010, p. 27).

Durante a década de 1990, o espaço de penetração desse regime regulatório foi consideravelmente ampliado. Conforme destacado por Cardim (2005, p. 18-20), embora inicialmente desenvolvido para ser implementado apenas por bancos internacionalmente ativos, a utilização de Basileia I foi estendida em dois sentidos: primeiro, “para dentro” dos sistemas bancários dos países do G-10, “ainda que impondo adaptações locais que diluíam em certo grau a força do acordo”, aplicando-se a bancos concentrados em operações essencialmente domésticas; depois, sua aplicação se generalizou também entre “os outros países considerados desenvolvidos” e entre “um grande número de países emergentes e em desenvolvimento”, até que, “no final da década dos 1990, o FMI e o Banco Mundial tornaram a adesão ao acordo o elemento principal da avaliação da solidez financeira dos países membros”. Assim, “o acordo passou de um acerto de regras competitivas para um marco na reorientação das estratégias de regulação prudencial no final do século XX”, “disseminando-se a prática da imposição de coeficientes de capital por um grande número de países”.

Há que se avaliar a correlação entre os objetivos oficialmente utilizados para justificar a instauração desse regime e seus efeitos concretos. No início do documento formalizado em 1988, definiam-se como sendo os dois principais objetivos para a convergência regulatória o fortalecimento da integridade e da estabilidade do sistema bancário internacional e a diminuição das desigualdades competitivas entre os bancos que operavam internacionalmente:

“This report presents the outcome of the Committee's work over several years to secure international convergence of supervisory regulations governing the capital adequacy of international banks. [...]. Two fundamental objectives lie at the heart of the Committee's work on regulatory convergence. These are, firstly, that the new framework should serve to strengthen the soundness and stability of the international banking system; and secondly that the framework should be in fair and have a high degree of consistency in its application to banks in different countries with a view to diminishing an existing source of competitive inequality among international banks.” (BCBS, 1988, p. 1).

Nos termos da análise proposta por Kapstein (1994; 2006), é possível concluir pela existência de uma correlação positiva entre esses objetivos e seus resultados concretos. Segundo o autor, o Acordo firmado em 1988 representou o passo mais significativo até então avançado pelos supervisores bancários na promoção da convergência regulatória e na criação de um regime de regulação bancária internacional, com princípios, normas, regras e procedimentos decisórios formais. Desse modo, Basiléia I teria permitido nivelar a concorrência entre os bancos estadunidenses e britânicos em relação aos bancos europeus e, em especial, japoneses; e, ao determinar o provimento de coberturas mais elevadas para os capitais de maior risco, teria garantido maior estabilidade ao sistema bancário internacional.

Helleiner (1994, p. 190-191), por sua vez, atribui ao regime de regulação e supervisão bancária internacional centrado no BIS – *BIS-centered regime* – a função de permitir a atuação cooperativa por parte dos Estados com o objetivo de evitar a emergência de crises que ameaçassem a conservação da ordem financeira internacional e de garantir, com isso, a manutenção de seu *ethos* liberal. A adequação de capital, nesse sentido, funcionaria como uma forma de regulação cativa à dinâmica de mercado, impedindo iniciativas de desregulamentação competitiva potencialmente disruptivas:

“Although the BIS regime was designed to maintain the increasingly open, liberal international financial order, it did so by means of a limited reregulation of global financial markets. The capital adequacy standards, for example, effectively halted one aspect of the competitive deregulation dynamic by imposing a set of harmonized regulations on international bankers. Whereas the Bretton Woods financial order represented an ‘anti-market’ type of regulation, the regulations of the BIS regime were a ‘pro-market’ type of regulation designed to prevent financial crises.” (HELLEINER, 1994, p. 191).

Thomas Oatley e Robert Nabors, por outro lado, sustentam que o regime interbancário teria operado como uma instância de “cooperação redistributiva” funcional ao objetivo das autoridades governamentais estadunidenses de drenar ganhos dos bancos japoneses para compensar

as perdas das instituições bancárias americanas decorrentes da elevação de custos regulatórios resultante de pressões domésticas:

“First, the creation of the Basle Accord does not correspond to a functional joint gains logic. The U.S. proposal for capital adequacy regulations was not motivated by concern about international financial stability, but by a need to satisfy competing interest group and voter pressures. Nor was a generalized concern about the stability of the international financial system evident in the Basle Committee, the forum in which the Basle Accord was negotiated. Thus, linkages between joint gains and the Basle Accord are tenuous at best. Second, **the Basle Accord does correspond to a redistributive logic. The U.S. proposal sought to transfer income from Japanese commercial banks to compensate American commercial banks for the costs of regulation demanded by voters.** Moreover, international capital adequacy regulations were instituted only through U.S. policymakers’ use of financial market power. **The Basle Accord, therefore, corresponds more to a redistributive than to a joint gains logic.**” (OATLEY, NABORS, 1998, p. 36, grifos meus).

Em sentido semelhante, Panitch e Gindin argumentam que, como o Acordo forçou os bancos estrangeiros a formar carteiras de investimento mais seguras e como os ativos de maior liquidez do sistema eram justamente os títulos da dívida do tesouro estadunidense, esse regime regulatório não apenas forçou o rebaixamento da rentabilidade de instituições bancárias concorrentes como também teria servido para capitalizar o governo americano:

“With other central banks facing the severe implications of new regulatory standards simultaneously coming into effect in the world’s two major financial centers, this set the pattern for their acquiescence to a regulatory harmonization that, even while cooperative, was always a matter of adjusting to the ‘dominant regulatory innovator.’ By requiring banks to hold more

capital against riskier assets (thereby lowering the overall investment return according to the weight of such assets), the goal was to push international banks towards safer investment portfolios. It was a mark of the reinforced centrality of the American state and its dollar in the whole process that the provisions of the final agreement were strongly skewed to bank holdings of US Treasury debt—by far the most globally marketable of the zero-risk assets.” (PANITCH; GINDIN, 2013, p. 237).

Seabrooke também destaca que a estrutura de definição de riscos instituída pelo Acordo de 1988 terminou colaborando para subsidiar o déficit norte-americano – os estoques de títulos públicos em posse dos bancos teriam crescido em 25% e os bancos comerciais absorvido US\$ 150 bilhões em títulos do governo<sup>98</sup>:

“As US government securities were risk-weighted at zero per cent and were the most tradable debt securities, they became the most popular means of meeting the capital requirements of the Basle Accord. Indeed, Wall Street recognized that the ‘underlying purpose of the regulation is to finance the government deficit, this proposed bias for ... government debt violates common sense’. From the need to meet Basle capital adequacy standards by 1992, commercial banks soaked up \$150 billion of government securities, mostly US government securities. Banks' stocks of

---

<sup>98</sup> “German banks suffered minor inconvenience. Japanese banks suffered major inconvenience. In order to meet the requirements of the Accord, the Fed estimated that US banks would need to raise \$15 billion to purchase Basle-approved securities. The Fed also estimated that Japanese banks would need to raise between \$31 billion and \$46 billion, while other estimates suggest that \$50 billion was more reasonable. Either way, if Japanese banks hoped to continue participating in international financial markets they needed to put a lot of capital out of service and purchase Basle-approved securities. Following the Basle Accord, Japan purchased \$21.8 billion of US Treasury notes and bonds. If, as Henrik and Micheále Schmiegelow argue, Japan's biggest problem was to ‘recycle the staggering wealth of its external assets’, the Basle Accord provided a solution that served Washington's interests.” (SEABROOKE, 2001, p. 139).

government securities rose 25 per cent above predicted forecasts and the needs of the 'real' economy, while commercial and industrial loans from banks dropped 25 per cent below their forecast level. Bank profitability plummeted as banks' 'were forced to restrict asset growth and increase equity as a result of the 1988 Basle Accord'. At the signing of the Accord, foreign sources of capital already comprised a third of the US federal debt and even more of corporate debt. In short, the Basle Accord assisted the US in its ability to 'borrow well beyond domestic sources of credit...to subsidize public and private deficit spending'." (SEABROOKE, 2001, p. 139).

Nesse sentido, Seabrooke conclui que, de um lado, a instituição desse regime criou externalidades positivas para o setor financeiro americano, garantindo demanda de mercado para os títulos da dívida americana<sup>99</sup> – “Through canny financial diplomacy, Washington was able to [...] generally increase securities trading for US interests – including the sale of US government debt en masse to Japan” – e, de outro, melhorou a competitividade e a solidez das instituições bancárias americanas: “In stark contrast to the early 1980s, US banks were now considered safe. The regulatory changes of the late 1980s and early 1990s had slowed the number of bank failures from 125 in 1991 to less than ten in 1995 and 1996.” (SEABROOKE, 2001, p. 167).

Considerando as relações causais e as descrições históricas associadas a esse conjunto de contribuições, parece razoável concluir que muito mais do que o resultado de um esforço orientado à promoção de medidas prudenciais que efetivamente garantissem a contenção do risco sistêmico, Basiléia I resultou da imposição de uma agenda americana em associação com as autoridades britânicas que visava solucionar o déficit competitivo da própria finança estadunidense e enquadrar concorrencialmente os bancos japoneses e alemães,

---

<sup>99</sup> KAPSTEIN (1991, p. 24) ridiculariza essa posição, mas não chega a tentar comprovar sua falseabilidade: “The Basle Accord provoked substantial and immediate controversy. Critics claimed, as they had with the bilateral U.S.-U.K. agreement, that it represented nothing more than a central bankers’ conspiracy to allocate resources, providing the banks with powerful incentives (in the form of lower risk weights) to purchase government securities”.



funcionando como dimensão integrante do movimento de reafirmação da hegemonia americana numa era de intensificação da concorrência intercapitalista.

#### 4.4 CRISE E CONSERVAÇÃO REGULATÓRIA (1996-2008)

Durante os anos 1990, os Estados Unidos colhiam os resultados da alteração promovida na dinâmica econômica internacional em função da retomada e reafirmação de sua hegemonia. Segundo Maria da Conceição Tavares (1997), a manutenção de uma política monetária dura, combinada à supervalorização do dólar, permitiu que o Federal Reserve retomasse, na prática, o controle do sistema bancário privado internacional e articulasse em seu proveito os interesses do “rebanho disperso”.

Além disso, conforme destacado por Jaime Coelho (2011, p. 773), os Estados Unidos “parecia se afirmar como a única superpotência pós-guerra fria” e mobilizou essa condição para promover “os primeiros programas de ajustamento estrutural levados a cabo pelas Instituições Financeiras Multilaterais” responsáveis por enquadrar “as políticas econômicas dos países periféricos à onda liberalizante que sopraria na esfera internacional a partir dos anos 1980”.

Paralelamente a consolidação da posição americana e ao enquadramento dos países periféricos, assistiu-se “à expansão das praças financeiras offshore e à desregulamentação das restrições ao livre movimento do capital” e ao “intenso movimento de inovações financeiras, que, de um lado aumentaram progressivamente a liquidez internacional, de outro produziram o efeito de aumentar o risco sistêmico” (COELHO, 2011 p. 773).

Consequentemente, as décadas que se seguiram à implementação de Basileia I foram atravessadas pela sucessão de crises que ocorreram, antes, na periferia do sistema e, depois, partiram dos países centrais: cabe mencionar aqui como mais notáveis a crise do México, de 1994; a crise asiática, de 1997; a crise russa, de 1998; a crise brasileira, de 1999; o estouro da *dot-com bubble* nos Estados Unidos em 2000 e a crise Argentina, iniciada em 2001; e a crise do *subprime* iniciada em 2007, também nos Estados Unidos.

Essas sucessivas crises, no entanto, não provocaram uma revisão crítica do regime regulatório até então vigente. Ao contrário, catalisaram iniciativas mais ambiciosas no sentido de ampliar seu escopo e de

aperfeiçoá-lo por meio de reformas incrementais aderentes a um modelo de regulação particular, denominado por Andrew Walter (2008) como “regulatory neoliberalism”.

Segundo esse modelo, baseado em práticas técnico-instrumentais anglo-americanas, reivindicava-se a disseminação e a conformação à padrões internacionais de “melhores práticas”, informadas pela noção de autodisciplina pelo mercado e pela crença de que a competência para a regulação e a supervisão deveria ser delegada à agências autônomas, ocupadas por tecnocratas supostamente apolíticos e independentes, que atuariam residualmente aplicando regras de transparência e minimizando a interferência discricionária do Estado no mercado:

“At the close of the 20th century, the G7 countries had established an international standards regime that aimed to promote best practice regulation globally, with best practice understood as principles consistent with regulatory neoliberalism. This model of regulation was an ideal type, though practice in the major Anglo-Saxon developed countries in the late 1990s was generally assumed to approximate it most closely. The Asian crisis was seen as verifying this model of economic regulation and thereby contributed to its ascendance. The various standard-setting processes associated with this model were sometimes, but not always, dominated by the United States and the United Kingdom. American policy in particular in these years can be seen as an attempt to establish an idealized version of its own domestic regulatory framework as recognized international best practice.” (WALTER, 2008, p. 27).

Assim, em contraste com a volatilidade no plano internacional, causada pela sucessão de ajustes forçados e crises financeiras que repercutiram globalmente, o regime de regulação e supervisão bancária vigente desde meados da década de 1970 foi estritamente conservado, passando por reformas incrementais que firmaram a autorregulação conforme práticas de mercado – *market-friendly* (HELLEINER, 2014) ou *market-based* (LAPAVITSAS, 2013) – como um aspecto estrutural desse modo de regulação.

Nesse sentido, a proposta da presente subseção é analisar esse processo que, na terminologia empregada por Rosemary Foot e Andrew Walter (2010), culminou no estabelecimento de uma “terceira norma”<sup>100</sup> edificante do regime de regulação e supervisão bancária pela qual a estabilidade financeira deveria ser garantida pela confiança em padrões de autorregulação e pela disciplina conforme práticas de mercado.

Para tanto, a presente subseção foi dividida em duas partes. Na primeira, analisa-se a iniciativa de promoção e posterior consolidação da dimensão autorregulatória, conforme práticas de Mercado, empreendida no âmbito do regime de regulação em função das negociações em torno da elaboração da *Market Risk Amendment* de 1996 e de Basileia II em 2004. Na segunda parte, analisa-se a conservação desse regime regulatório com a formalização de Basileia III no contexto da crise global que sobreveio em 2007 a partir dos Estados Unidos.

#### **4.4.1 Rumo a Autorregulação Conforme Práticas de Mercado: A Emenda de Risco de Mercado (1996) e Basileia II (2004)**

Desde a aprovação de Basileia I, em 1988, seguiram-se iniciativas de aperfeiçoamento dos termos definidos pelo acordo com o objetivo de manter as recomendações regulatórias atualizadas em relação às mudanças experimentadas pelas atividades bancárias no curso da década de 1990: assim, entre 1991<sup>101</sup> e 1995<sup>102</sup> duas emendas foram

---

<sup>100</sup> Pela “primeira norma”, a estabilidade financeira em uma economia global crescentemente integrada deveria ser promovida por meio de acordos internacionais que definissem responsabilidades pela supervisão bancária e padrões prudenciais (no caso, a adequação à requisitos mínimos de capital por parte dos bancos que operavam internacionalmente); pela “segunda norma”, esses padrões prudenciais deveriam ser amplamente promovidos e harmonizados para assegurar que a regulação não fosse fonte de assimetrias competitivas (FOOT; WALTER, 2010).

<sup>101</sup> “The amended text is virtually the same as that contained in the proposals issued on 21st February 1991. The only change made has been to replace the word “future” with other wording in two parts of the text which referred to the fact that general provisions are created against the possibility of future losses. This is because the accounting profession has noted that law and accounting practice in a number of countries prohibits the setting-up of provisions for unidentified losses that relate to unknown conditions which could arise in the future, requiring this to be done by transfer to a separate reserve.” (BCBS, 1991, p. 1).

formalizadas com o intuito de precisar conceitos e práticas contábeis (BIS, 2018). Esses aperfeiçoamentos pontuais, no entanto, não foram suficientes para sanar as principais limitações do arcabouço regulatório definido em 1988.

Segundo Cardim (2005, p. 15-21), a utilização de coeficientes de capital ponderado pelo risco conforme definido em Basiléia I representou um avanço em relação às iniciativas regulatórias “tradicionais” com enfoque sobre a liquidez dos depósitos. Contudo, “disseminou-se rapidamente a percepção de que o acordo tinha sido estabelecido em termos grosseiros demais” para induzir os bancos a procurarem manter posições mais sólidas.

Nesse sentido, o autor menciona que, em um período no qual “os avanços do processo de securitização já desafiavam os bancos a buscar novas fronteiras de expansão, particularmente nos mercados de títulos”, a estratégia regulatória definida em Basiléia I, caracterizada por uma orientação exclusivamente dirigida ao risco de crédito, “não apenas deixou lacunas importantes” ao não formular regras prudenciais para a atuação sobre as “inovações financeiras que tiveram lugar em torno dos mercados de títulos”, como também estimulou um processo de arbitragem regulatória que levou os bancos que podiam fazê-lo a “mudar o mais rapidamente o seu mix de serviços em favor do aumento da participação nos mercados de títulos, sobre a qual não incidiam quaisquer obrigações de natureza regulatória”. Assim, ao tentar “punir” as operações de crédito com iniciativas regulatórias, as operações nos mercados de papéis foram deixadas à margem do regime, estimulando bancos a “minimizarem seus custos operacionais” e a privilegiarem a “participação nos processos de securitização” (CARDIM, 2005, p. 15-21).

Na mesma direção, Seabrooke associa essa “penalização” imposta por Basiléia I sobre os ativos constantes nos balanços patrimoniais das instituições bancárias ao crescente processo de

---

<sup>102</sup> “In July 1994, the Basle Committee on Banking Supervision<sup>1</sup> issued for comment a proposal to recognise the effects of netting in the calculation of the add-ons for potential exposure and to expand the matrix of add-on factors of the 1988 Accord. The Committee has carefully reviewed the responses, which indicated that the overall approach of the proposal was appropriate. It has accordingly decided to amend the Capital Accord to recognise the effects of netting in the add-ons and to expand the matrix of add-on factors, as indicated in the attached Annex. This amendment is due to become effective by the end of 1995.” (BCBS, 1995, p. 1)

desintermediação financeira, demonstrando ainda que em função desse processo a rentabilidade dos bancos americanos aumentou, especialmente a partir da segunda metade da década de 1990, apesar do volume de emissões de empréstimos convencionais (*bread and butter of bank revenues*) ter diminuído consideravelmente:

“Due to Basle restrictions for on-balance sheet assets, banks preferred to ‘securitize’ loans to get them off their books. By the mid-1990s commercial and industrial loans, which were traditionally assumed to be the bread and butter of banks’ books through Collateralized Loan Obligations. [...]. Thus while banks’ profitability increased through the decade, the number of conventional loans issued decreased.” (SEABROOKE, 2001, p. 170).

Foot e Walter desenvolvem uma apresentação semelhante dos motivos que levaram às demandas por reformas de Basileia I, embora atribuam um peso menor às percepções sobre as insuficiências desse arcabouço regulatório e um peso maior às pressões exercidas pela alta finança for reformas incrementais. Segundo esses autores, aquelas distorções causadas pelas diferenças entre as exigências de “capital regulatório” definidas pelas medidas grosseiras de ponderação de risco prescritas em Basileia I e de “capital econômico” recomendadas pelas avaliações internas dos próprios bancos a partir de suas próprias estimativas de risco, teriam levado os grandes bancos a endereçarem crescentes críticas ao arcabouço regulatório vigente. Recepcionadas pelos reguladores dos principais centros financeiros internacionais, especialmente Nova York e Londres, passou-se a demandar que fosse permitido aos bancos com estruturas e operações mais sofisticadas ampliar o escopo de gestão de seus próprios riscos:

“Officials at the US Federal Reserve in particular openly argued that financial innovation had made Basel CARs increasingly less meaningful (Tarullo 2008: 88). The crude risk-weighting scheme of Basel I, by opening up a large gap between regulatory and economic capital, also encouraged banks to engage in regulatory arbitrage by issuing

new financial products aimed at minimizing required capital. Alan Greenspan, US Fed Chairman since 1987, argued as early as 1994 that the old approach to financial regulation, exemplified in Basel I, needed to give way to a new approach in which financial institutions would be largely “self-regulated,” a view he claims most Fed officials shared. By self-regulation, Greenspan meant greater reliance on both internal bank controls and external monitoring by third-party creditors facilitated by greater transparency about internal risk management processes (Greenspan 2007: 489–92).” (FOOT; WALTER, 2010, p. 234).

Finalmente, em função das pressões exercidas pelo que Foot e Walter (2010) qualificaram como “coalização” formada por grandes bancos e reguladores das principais praças financeiras por conta das implicações indesejáveis provocadas por essas limitações regulatórias (CARDIM, 2005), importantes modificações nos termos de Basileia I foram oficializadas em 1996, a partir das emendas formuladas no Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks (BCBS, 1996).

De um lado, essa emenda estendeu a abrangência do regime regulatório e supervisional ao prever requisitos de adequação de capital também para o denominado “risco de mercado”, isto é, o risco de perdas em posições patrimoniais e extrapatrimoniais (*off-balance-sheet*) decorrentes de variações nos preços de mercado<sup>103</sup>.

De outro, refletiu um avanço da autorregulação conforme práticas de mercado ao permitir que as instituições bancárias sujeitas ao regime passassem a utilizar modelos internos de análise de risco para calcular

---

<sup>103</sup> “As from the end of 1997, or earlier if their supervisory authority so prescribes, banks will be required to measure and apply capital charges in respect of their market risks in addition to their credit risks. Market risk is defined as the risk of losses in on and off-balance-sheet positions arising from movements in market prices. The risks subject to this requirement are: the risks pertaining to interest rate related instruments and equities in the trading book; foreign exchange risk and commodities risk throughout the bank.” (BCBS, 1996, p. 1).

os coeficientes de capital necessários à construção de posições mais seguras em relação ao risco de mercado<sup>104</sup>.

Foot e Walter (2010, p. 235), descrevem o lobby exercido pela alta finança estadunidense durante a década de 1990 por meio de organizações como a *American Bankers Association* (ABA) e o *Institute of International Finance* (IIF), uma associação do setor financeiro sediada em Washington com projeção global que concentra esforços advogando em favor de políticas regulatórias, financeiras e econômicas que sejam do interesse de seus membros, para que a utilização de modelos quantitativos (*Value-at-Risk*) para calcular riscos de mercado passasse a ser autorizada e concluem que a aprovação da Emenda de 1996 refletiu a primeira vitória daquela coalização formada por grandes bancos e reguladores.

Por sua vez, Cardim (2005, p. 21-23) analisa que, “pelo menos no concernente ao risco de mercado, a emenda abria uma nova possibilidade de relacionamento entre regulador e regulado”, transferindo a competência pela “dimensionamento do risco” das autoridades reguladoras para as próprias instituições bancárias, “cabendo ao supervisor aprovar o método de cálculo e as estratégias de administração de risco correspondentes.” Nesse sentido, prossegue o autor, mais importante do que a emenda ter possibilitado a superação dos déficits mais urgentes de Basileia I foi o fato de que sua formalização indicou a direção que seria seguida na reformulação mais ampla do regime durante os próximos anos.

Sintetizando essas duas ordens de argumentos, Tarullo sustenta que a aprovação da Emenda de 1996 prefigurou não apenas o foco de Basileia II nos modelos internos de análise e de gestão de riscos, mas também o *modus operandi*, caracterizado pela persistente demanda dos grandes bancos privados, por meio do qual o Comitê chegaria ao acordo de 2004:

“Although the original capital accord had been vetted in a consultative paper, and comments received from the banking industry, the changes

---

<sup>104</sup> Mais especificamente, a Emenda de 1996 previa três modelos de mensuração de risco passíveis de serem implementados pelas instituições bancárias: a adoção do modelo padrão (The Standardized Measurement Method); a adoção de métodos próprios (Internal Models To Measure Market Risks) e a adoção de um sistema que combinava métodos padronizados e aspectos mais específicos dos modelos próprios (Combination Of Internal Models And The Standardized Methodology - Integrated Risk Measurement System) (BCBS, 1996).

between consultative paper and final framework were mostly details, and the accord was finalized within seven months. The July 1988 framework was recognizably the output of the process begun by the joint US-UK proposals based on their 1987 bilateral agreement. The market risk amendment, by contrast, was completely overhauled following the April 1993 proposal, with two years elapsing before the next consultative proposal was issued, and another nine months before the amendment was issued in January 1996. As would be the case in Basel II, this conceptual overhaul was prompted by the loud and persistent complaints of internationally active banks.” (TARULLO, 2008, p. 64)

Embora essas modificações no acordo original possam ser interpretadas como uma vitória para a alta finança (FOOT; WALTER, 2008), Tarullo (2008) descreve que, no entendimento das principais instituições bancárias e agências reguladoras, as alterações previstas pela Emenda de 1996 foram insuficientes: como o sistema de cálculo da adequação de capital quanto aos riscos de crédito permaneceu intocado, uma das deficiências fundamentais de Basileia I não foi corrigida. Por conta disso, esses representantes dos grandes bancos e das principais agências reguladoras passaram a sustentar ainda mais enfaticamente a necessidade de empreender-se um movimento em direção à autorregulação baseada em práticas de mercado que passasse, necessariamente, pela extensão da previsão conferida ao cálculo dos riscos de mercado também ao cálculo dos riscos de crédito.

Paralelamente a pressão exercida pela alta finança para que o eixo de sustentação do regime – adequação de capital ponderado pelo risco – fosse inteiramente deslocado em direção às práticas de mercado – pela extensão da utilização de modelos internos de cálculo e gestão de risco para os riscos de mercado –, conforme adiantado na introdução dessa subseção, desenhava-se uma conjuntura mais ampla de iniciativas pelo estabelecimento de uma arquitetura financeira internacional mais aderente ao ideário neoliberal. Essa iniciativa foi levada à cabo pelo G-7 na esteira das crises ocorridas na América Latina e no Leste Asiático no curso da década de 1990. A partir desses esforços, pretendia-se desenvolver um extenso conjunto de padrões regulatórios a serem implementados em diversas áreas de atividade das finanças



internacionais (mercado de seguros, contabilidade financeira, tecnologia de pagamentos, etc.). A iniciativa culminou na criação do *Financial Stability Forum* (FSF) e na atribuição conferida a essa instituição para coordenar a promoção desses padrões:

“The 1994 Mexican and the 1997–98 East Asian financial crises then acted as a catalyst for much more ambitious initiatives. As part of their efforts to create a ‘new international financial architecture’ at the time, G7 policymakers encouraged supervisors and regulators to develop a much wider set of international prudential standards relating to issues such as bank supervision, securities regulation, insurance, accounting, and payments systems. They created a new body in 1999, the Financial Stability Forum (FSF), to help coordinate this process and promote internationally the standards that were developed.” (HELLEINER, 2014, p. 95).

Apesar, dos “sinais crescentes de que Basileia I provocou algumas consequências não-intencionais e contraproducentes” (GUTTMANN, 2006, p. 181); da percepção cada vez mais difundida de que mudanças mais profundas no esquema regulatório de Basileia I eram inevitáveis; e das insuficiências conservadas pela Emenda de 1996 sob a perspectiva dos interesses da alta finança (TARULLO, 2008), foi apenas a partir de junho de 1998, quando o presidente do *Federal Reserve Bank* de Nova York, William McDonough, assumiu a presidência do Comitê da Basileia, colocando o *Federal Reserve* em uma posição mais avançada para perseguir os interesses da alta finança estadunidense (TARULLO, 2008), que começou-se a analisar como aperfeiçoar o padrão de adequação de capital até então vigente (GUTTMANN, 2006).

Ainda segundo Tarullo, no mês seguinte a nomeação de McDonough, o Comitê da Basileia concordou em lançar uma grande revisão do acordo de capital de Basileia sob a orientação, lançada pelo próprio presidente do *Federal Reserve Bank* de Nova York, de que o aperfeiçoamento da modelagem dos padrões de cálculo dos riscos de crédito deveria ser o catalisador para uma completa revisão de Basileia I:

"When Federal Reserve Bank of New York President William McDonough succeeded de Swaan as chair of the Basel Committee in June 1998, the momentum for change strengthened. In July, at the first meeting chaired by McDonough, the committee agreed to a thorough review of the Basel Accord. In September McDonough laid out the rationale and process for what he characterized as a 'major effort' to revise the accord. [...]. Like other supervisors, McDonough pointed to 'sophisticated arbitrage strategies,' notably securitization and credit derivatives, as having both complicated the task of understanding the risk positions of banks and undermined the utility of Basel I. He questioned the wisdom of reliance on quantitative capital regulation alone, suggesting that ongoing supervision and market discipline should play important roles in assuring the adequacy of bank risk management. Finally, he noted the need to attend to operational risk and 'stress loss potential'." (TARULLO, 2008, p. 91-92)

Foot e Walter (2008) descrevem que, desde o início das discussões em torno da elaboração de um novo estatuto regulatório, Alan Greenspan, então chairman do Federal Reserve, e McDonough, comprometeram-se perante os representantes dos grandes bancos americanos a trabalharem conjuntamente perante o Comitê para avançar um programa de reformas suficientemente radical<sup>105</sup>.

Nos seis anos que se seguiram ao início das negociações, o Comitê da Basileia foi levado a promover um complexo e interativo processo de coleta de informações, consultas, exercícios de avaliação de impacto, negociações e renegociações internas (FOOT; WALTER, 2010). Finalmente, "depois de uma série de propostas, estudos de avaliação de impacto, consultas e revisões", divulgados em um intenso intercâmbio entre autoridades governamentais, supervisores e

---

<sup>105</sup> Ao comentar a primeira proposta de reforma apresentada pelo Comitê, Foot e Walter (2010, p. 236) descrevem o seguinte: "Some international banks and the IIF criticized this initial proposal as insufficiently radical, but Greenspan and McDonough emphasized that they needed to work with the BCBS to develop these proposals further."

representantes do setor privado<sup>106</sup>, o “Comitê da Basileia finalmente propôs, em 2004, um novo acordo de capital” (GUTTMANN, 2006, p. 183), oficializado sob o documento intitulado *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*.

Esse marco regulatório definia uma estrutura de regulação e supervisão apoiada sobre três pilares. Quanto ao primeiro pilar, definiram-se exigências mínimas de capital proporcional aos ativos ponderados pelo risco de crédito, pelo risco de mercado e também pelo risco operacional. Permitia-se ainda que os bancos, sob a aprovação de seus supervisores, auto-avaliassem esses requisitos com base na complexidade de suas atividades e nos seus sistemas internos de gerenciamento de riscos. Nesse contexto, os conglomerados bancários globais, geralmente mais expostos a riscos, passaram a estar sujeitos a arranjos regulatórios que institucionalizavam práticas de mercado e terminavam isentando as instituições financeiras de requisitos adicionais de capital potencialmente mais dispendiosos (TSINGOU, 2008).<sup>107</sup>

---

<sup>106</sup> Cabendo mencionar aqui a sucessão de relatórios consultivos mais importantes: A New Capital Adequacy Framework (CP1) de 1999, New Basel Capital Accord (CP2) de 2001 e o The New Basel Capital Accord (CP3) de 2003.

<sup>107</sup> Quanto ao primeiro pilar, o nível mínimo de capital em 8%, assim como a subdivisão da definição de capital em três faixas foram mantidas e inovações foram feitas quanto “aos riscos abarcados e às formas de mensuração dos riscos e de cálculo do capital mínimo a ser mantido” pelos bancos (MENDONÇA, 2004, p. 31). Em relação ao risco de crédito, resultante da possibilidade de que a contraparte não cumpra suas obrigações (CORNFORD, 2006), procurou-se incentivar a constituição de “uma reserva de capital suficiente para a cobertura das perdas não esperadas”, supondo-se “que as perdas esperadas, equivalentes às perdas médias incorridas em situações normais, já estejam devidamente cobertas por provisões”, que poderia ser calculada segundo três formas distintas caracterizadas por diferentes graus de sofisticação: “Na primeira abordagem, padronizada, a ponderação de risco dos ativos é determinada pelo perfil das operações e por classificações de rating fornecidas por agências de classificação de riscos ou agências de crédito à exportação. As demais abordagens permitem o uso de modelos internos (foundation internal ratings based – F-IRB e advanced internal ratings based – A-IRB), a partir dos componentes de riscos de probabilidade de default (PD), perdas em caso de default (loss-given-default – LGD), exposição ao default (EAD) e maturidade das operações (M).” (FREITAS, 2012, p. 485) O risco de mercado, decorrente de “flutuações adversas no valor de mercado de uma carteira de títulos” (GUTTMANN, 2006, p. 188), “continuou a ser calculado da mesma forma”, vez que a Emenda de

Quanto ao segundo pilar, definiram-se princípios orientadores para o processo de revisão da supervisão prudencial a serem seguidos pelas autoridades reguladoras. Propunha-se que o processo de supervisão regulatória fosse informado a partir de quatro princípios gerais<sup>108</sup> que permitiriam aos supervisores avaliarem as técnicas e procedimentos internos de gestão de risco dos bancos e incentivar o diálogo contínuo entre os setores público e privado, respaldando o modelo de adequação de capital proposto no primeiro pilar (TSINGOU, 2008; MENDONÇA, 2004, p. 35). Segundo Eleni Tsingou (2008), no entanto, na prática o segundo pilar apenas formalizou a supervisão conforme o mercado.

Sustentando-se na idéia de que o desenvolvimento de regras que estimulasse “uma maior abertura de informações quanto ao perfil de riscos e o nível de capitalização dos bancos” tenderiam a incentivar “que os agentes participantes do mercado” exercessem a própria “disciplina deste” (MENDONÇA, 2004, p. 35), definiu-se como o terceiro pilar da estrutura regulatória a disciplina de mercado, a ser exercida por meio de

---

1966 “já incluía a possibilidade de uso de modelos internos de avaliação de riscos” (MENDONÇA, 2004, p. 31). Por fim, quanto ao risco operacional, “definido como risco de perda em função de procedimentos internos, pessoas ou sistemas falhos ou inadequados, ou de eventos externos” (CORNFORD, 2006, p. 45), também estabeleceram-se três opções de cálculo: “A primeira, conhecida como básica (basic indicator approach – BIA), é baseada nas receitas brutas médias dos últimos três anos dos bancos. A segunda, padronizada (standardized approach – SA), é baseada nas receitas brutas dos últimos três anos, segregadas por linhas de negócio. A terceira, avançada (advanced measurement approach – AMA), utiliza modelos internos, a partir de metodologias de valor em risco (value-at-risk – VaR).” (FREITAS, 2012, p. 485).

<sup>108</sup> O primeiro princípio estabelece que: “Banks should have a process for assessing their overall capital adequacy in relation to their risk profile and a strategy for maintaining their capital levels”. De acordo com o segundo princípio: “Supervisors should review and evaluate banks’ internal capital adequacy assessments and strategies, as well as their ability to monitor and ensure their compliance with regulatory capital ratios. Supervisors should take appropriate supervisory action if they are not satisfied with the result of this process”. Pelo terceiro princípio: “Supervisors should expect banks to operate above the minimum regulatory capital ratios and should have the ability to require banks to hold capital in excess of the minimum”. Enfim, de acordo com o quarto princípio: “Supervisors should seek to intervene at an early stage to prevent capital from falling below the minimum levels required to support the risk characteristics of a particular bank and should require rapid remedial action if capital is not maintained or restored”. (BCBS, 2004, p. 158-165).

incentivos às práticas de transparência (GUTTMANN, 2006; FREITAS, 2012; MENDONÇA, 2004; 2012; CORNFORD, 2006).

Tem-se, portanto, que o estatuto em questão caracterizou-se pela complexificação, pela “maior abrangência” e por “objetivos mais ambiciosos” quando comparado às iniciativas precedentes (FREITAS, 2012, p. 483), na medida em que novos riscos foram integrados à regulação prudencial e inovações foram promovidas quanto a mensuração dos riscos e ao cálculo dos coeficientes de capital a serem mantidos: além da possibilidade de utilização de modelos internos de avaliação dos riscos de mercado previstas desde o estatuto precedente, “foram introduzidas três formas distintas de cálculo do risco de crédito”, sendo um “método padronizado” e dois outros “modelos internos de avaliação de risco”, um básico e outro avançado. Além disso, foram adicionados outros três modelos para o cálculo do risco operacional, quais sejam: o “método indicador básico”, o “método indicador padronizado” e o “método de mensuração avançada” (MENDONÇA, 2004, p. 31).

Em relação ao reforço da abordagem autorregulatória presente em Basileia II, Mendonça (2012, p. 452) argumenta que, ao avançar na integração de práticas de mercado para o gerenciamento de risco, trazendo para dentro de seu arcabouço regulatório “métodos aparentemente mais acurados de mensuração de risco”, “seja por meio dos modelos internos de avaliação de riscos, seja por meio de avaliações das agências de rating”, Basileia II produziu uma estrutura regulatória mais sensível à “leitura privada dos riscos”. A introdução da disciplina de mercado como o terceiro pilar da estrutura regulatória, por sua vez, trouxe “a lógica do mercado para o centro da discussão das novas regras para a regulamentação dos mercados financeiros, marcando o aprofundamento da tendência já explicitada nos pilares anteriores” (MENDONÇA, 2004, p. 35).

Assim, embora a manutenção do enfoque nas instituições bancárias (MENDONÇA, 2012), a conservação do caráter microprudencial da estratégia de regulação e supervisão bancária (FREITAS, 2012) e a preservação da adequação de capital segundo coeficientes mínimos ponderados pelo risco como fundamento da regulação prudencial (MENDONÇA, 2012) tenham representado traços de continuidade em relação a iniciativa de reforma anterior, esse estatuto regulatório refletiu o desenvolvimento e a consolidação de um regime de regulação e supervisão prudencial do sistema interbancário em direção à autorregulação conforme práticas de mercado.

Tendo analisado o teor desse marco regulatório e seus significados práticos, cabe agora apresentar algumas interpretações sobre as diferentes abordagens acerca da processualidade envolvida na aprovação de Basileia II.

A primeira interpretação pode ser desenvolvida a partir dos trabalhos de Cardim (2005) e Robert Guttman (2006) e enfatiza o descompasso entre o aperfeiçoamento técnico mobilizado pelas instituições bancárias na modelagem de risco e as supostas insuficiências que afetariam a capacidade do setor público em prover a supervisão adequada das atividades do sistema bancário em função da contínua complexificação que tem caracterizado o desenvolvimento desse setor.

Segundo Guttman (2006, p. 182), a mudança na abordagem das avaliações de risco empreendida em Basileia II refletiu uma associação entre o “progresso impressionantemente rápido na modelagem de risco e na capacidade dos bancos de realizar estimativas de risco” e “uma maior vontade administrativa de usar essa capacidade em face de possibilidades de perdas sensivelmente maiores” em um contexto no qual a atividade bancária tornou-se “desregulada”, “extremamente complexa e altamente alavancada”. Nesse sentido, o propósito da redefinição promulgada pelo Comitê seria “incitar os bancos a buscarem uma melhoria na gestão de risco” ao mesmo tempo em que se garantisse “pelo menos um mínimo de cuidado em relação ao grau de risco de suas carteiras”.

Para tanto, prossegue Guttman (2006, p. 182), esse objetivo envolveu dar aos bancos uma escolha em termos de métodos de avaliação de risco” na qual as instituições que optassem “pelas técnicas mais avançadas de mensuração de risco [teriam] o benefício de utilizar menores exigências mínimas de capital, o que [funcionaria como] um incentivo direto para o progresso nessa área”.

Cardim (2005, p. 22-23), por sua vez, sustenta que o “abandono da perspectiva tutelar da supervisão financeira” explica-se menos pela percepção de que uma auto-regulação pelo mercado seria suficientemente adequada e mais pelo reconhecimento “da limitação da capacidade dos reguladores em antecipar movimentos adversos por parte dos bancos e criar os obstáculos adequados para detê-los”. Nesse sentido, o autor argumenta que a capacidade de inovação das instituições financeiras em um contexto de “desregulação e liberalização tornou a supervisão detalhista e intrusiva do século XX praticamente impossível”, provocando um “choque de realidade” nas autoridades reguladoras “com respeito às suas limitações”.

Tsingou (2008), por sua vez, propõe uma abordagem alternativa: partindo de considerações sobre a crescente influência do Comitê da Basileia na governança financeira global e reconhecendo a importância da articulação dos interesses estatais no processo de elaboração dos padrões de regulação e supervisão empreendido no âmbito dessa instituição, a autora propõe um enfoque complementar, que enfatiza a função dos atores privados na definição dos propósitos e da agenda que orientou o processo de reforma que conduziu a Basileia II.

Segundo Tsingou (2008), a internalização das preferências do setor financeiro privado no processo de definição de políticas para as finanças (*financial policy process*) não necessariamente decorreria de uma estratégia consciente e deliberada de captura regulatória, mas sim de práticas e acordos formais e informais constantes na interação entre agentes públicos e privados que constituem uma comunidade política transnacional (*transnational policy community*) cada vez mais coerente e, o que é mais importante, integrada por uma restrita elite de atores privados.

Partindo dessa noção, a autora argumenta que haveria então uma “captura” não convencional, promovida por meio do isolamento das instâncias de tomada de decisão, da semi-institucionalização das práticas e interações e da inacessibilidade do conhecimento técnico envolvido nessas atividades – isto é, uma captura intelectual (*intellectual capture*) exercida não apenas pelo poder material, mas também pela expertise e pelo poder das ideias (TSINGOU, 2015). Assim, quando comunidade transnacional assume uma forma coesa e consegue isolar a produção e a interpretação do conhecimento desenvolvido, essa captura leva à apropriação do exercício poder de definição de políticas (TSINGOU, 2008).

No caso específico de Basileia II, prossegue Tsingou (2008), uma restrita elite de atores privados teria passado a integrar a comunidade política transnacional envolvida na reformulação da estrutura regulatória promovida pelo Comitê e adquirido funções semi-institucionalizadas na definição dessa nova configuração regulatória, deslocando sua própria atuação em relação à instituição do mero exercício de influência para a definição do “roteiro a ser seguido”. Assim, preferências e interesses privados teriam condicionado as discussões e restringido as opções de políticas regulatórias a serem implementadas.

Tsingou (2008, p. 61) procura demonstrar seu argumento descrevendo que, no final da década de 1990, a comunidade financeira transnacional como um todo parecia favorável ao aumento do envolvimento do setor privado no processo de reforma da estrutura de

regulação e supervisão bancária. Para tanto, a autora analisa relatórios do G-30 e do *Institute of International Finance* com uma série de diretrizes para a elaboração de uma nova abordagem para a regulação e supervisão financeira internacional, afirmando que esses relatórios foram utilizados como um exercício para testar o ambiente e servir como ponto de partida para a revisão do acordo da Basiléia<sup>109</sup>. Além disso, a autora ainda descreve como essa restrita elite utilizou sua posição de mercado privilegia, expertise e rede de relações para se posicionar no centro de uma comunidade global encarregada de definir as regras que regem a regulação e supervisão do sistema bancário internacional.

Nesse sentido, Tsingou (2008), procura demonstrar que, no processo de definição dos termos do estatuto regulatório, o setor privado foi extensivamente consultado tanto formalmente, quanto informalmente, e que a versão final de Basiléia II expressou as expectativas manifestadas nessas consultas e, portanto, os interesses dos escalões superiores do setor financeiro privado. Assim, a mudança para um sistema de regulação e supervisão essencialmente informado pelos interesses das grandes instituições financeiras teria sido concluída, tendo em vista que o acordo não incluiu nenhuma forma de regulação rígida, que a complexa abordagem desenvolvida em suas prescrições tendeu a

---

<sup>109</sup> “The [G-39] report called for global institutions to ‘take the lead in developing a global framework for comprehensive and effective management controls, in cooperation with supervisors and as a continuing exercise’, a proposal that highlighted the importance of sound internal risk-management structures and underlined the value of technical expertise. The group also produced instructions on dialogue between public officials and industry practitioners, adapted remuneration schemes for supervisors in order to ensure up-to-date skills, coordination of supervision and incentives offered to financial institutions, such as differentiating between good and bad performers. The report’s authors were, in their views, representative of the financial policy community at large, exhibiting a high comfort level with the principle that the private sector needs to be more involved in its supervision and that traditional supervisors should no longer have the lead. The G-30 did not embark on this project independently. A few months prior to the publication of the G-30 study, the Institute of International Finance (IIF) [...] issued its Report of the Task Force on Conglomerate Supervision which advocated developments in supervision along the same lines as the G-30 [...]. The IIF’s recommendations included a focus on globally active financial institutions, transition to supervisory practices based on risk analysis, coordination among supervisors and upgrading of their technical ability and increased use of disclosure, both in confidential and in regulatory reporting.” (TSINGOU, 2008, p.31).



funcionar como barreira de mercado e que o acordo terminou beneficiando as maiores instituições bancárias (big players). Por isso, a autora compreende Basileia II como exemplo completo de “captura intelectual”.

Foot e Walter (2010, p. 244) por sua vez, enfocam o papel desempenhado pelas agências reguladoras americanas – em especial o Federal Reserve – em associação com os interesses de parte do setor financeiro estadunidense no processo de elaboração e implementação de Basileia II. Segundo esses autores, diferentemente das motivações que levaram os Estados Unidos a tomar a iniciativa de promover a adequação de capital no final da década de 1980, nem a competitividade dos bancos estadunidenses, nem a estabilidade do sistema bancário norte-americano estavam colocadas em questão<sup>110</sup> na década de 1990. Portanto, as negociações em torno de Basileia II teriam sido lançadas em um período de crescente lucratividade e relativa estabilidade “and when Greenspan’s Fed was riding high”. Além disso, os reguladores norte-americanos também não estavam sob qualquer pressão ou risco de perda de autonomia em relação ao Congresso: “Rather, US regulators seem to have enjoyed substantial autonomy in launching a revision of the Basel accord”.

Assim, Foot e Walter (2010, p. 244) explicam a iniciativa do Federal Reserve em propor a reforma do sistema de adequação de capital a partir de uma confluência de fatores: de um lado, o “impulso reformador” do Federal Reserve teria sido orientado pela crescente percepção de que o arcabouço regulatório até então vigente estava defasado em relação aos riscos impostos pelas práticas bancárias mais modernas; de outro, a suposição ideológica de que os atores do mercado estavam melhor posicionados do que as agências reguladoras para gerenciar o risco financeiro ganhava terreno no interior do Federal Reserve.

Além disso, Foot e Walter descrevem que o Federal Reserve passou a utilizar a interação viabilizada pela estrutura e pela agenda do Comitê da Basileia para promover uma “unidade de propósito” entre as agências reguladoras norte-americanas, que estavam em situação de

---

<sup>110</sup> “There were no serious threats to US bank competitiveness or financial sector stability in the late 1990s. The failure of the Long Term Capital Management (LTCM) hedge fund and various emerging market financial crises pointed to some underlying vulnerabilities, but these did not motivate US initiatives to modify the capital adequacy framework for banks.” (FOOT; WALTER, 2010, p. 244).

“plena divergência” sobre as implicações domésticas que a implementação de modelos internos de análise de risco provocaria. Como, de um lado, OCC e FDIC opunham-se a iniciativa, o Federal Reserve teria procurado aproveitar sua posição privilegiada (*first among equals*) no Comitê da Basileia para avançar a proposta:

“The OCC and FDIC had serious reservations about the IRB proposal and, implicitly, about Fed leadership on this issue (Tarullo 2008: 89–91, 119–20). Yet the Fed was first among equals at the BCBS. William McDonough was BCBS Chairman and was strongly supported by Greenspan and Roger Ferguson, Vice Chairman of the Federal Reserve Board and Chairman of the Financial Stability Forum, also based in Basel. Other Federal Reserve officials would also subsequently make important contributions to the technical details of the Basel II framework (Herring 2007: 411–12).”

Ainda segundo Foot e Walter (2010, p. 244), essa liderança do Federal Reserve explicaria porque, apesar de inúmeras negociações sobre detalhes da reforma terem sido realizadas no processo de definição de Basileia II, a forma geral do acordo final teria refletido de perto a proposta que McDonough, então Chairman do Federal Reserve Bank de Nova York, que a havia delineado desde o início. Além da própria influência do Federal Reserve, essa preponderância espelhava o apoio considerável que os principais bancos norte-americanos creditavam à instituição e a percepção, por parte desses bancos, de que um acordo de capital revisado que lhes permitisse usar seus próprios modelos internos para gerenciar seus riscos os beneficiaria substancialmente.

Assim, segundo a interpretação de Foot e Walter (2010), a transição de Basileia I para Basileia II teria possibilitado a emergência de uma “terceira norma”<sup>111</sup> edificante do regime inaugurado em 1988,

---

<sup>111</sup> “Pela ‘primeira norma’, a estabilidade financeira em uma economia global crescentemente integrada deveria ser promovida por meio de acordos internacionais que definissem responsabilidades pela supervisão bancária e padrões prudenciais (no caso, a adequação à requisitos mínimos de capital por parte dos bancos que operavam internacionalmente); pela ‘segunda norma’, esses padrões prudenciais deveriam ser amplamente promovidos e

pela qual a estabilidade financeira deveria ser garantida por meio da confiança em padrões de autorregulação e na disciplina conforme práticas de mercado. Essa norma, por sua vez, teria começado a ser vigorosamente promovida desde o início dos anos 1990 por atores-chave do Federal Reserve apoiados principalmente pelas grandes instituições financeiras privadas norte-americanas. Além disso, a promoção dessa norma estaria associada também à crescente crença na natureza auto-estabilizadora dos mercados financeiros desregulamentados; e à visão de que uma maior confiança nos mecanismos de regulação de mercado poderia promover a eficiência e a estabilidade simultaneamente (FOOT; WALTER, 2010).

Partindo desse conjunto de contribuições, caberia esboçar uma síntese no sentido de que os aperfeiçoamentos técnicos ocuparam um papel fundamental, embora não suficiente, na constituição desse regime caracterizado pela autorregulação conforme práticas de mercado; sendo necessário posicionar a dimensão intelectual (TSINGOU, 2009) e as relações de poder que emergiram a partir da integração entre a finança privada e frações do aparato de Estado (FOOT; WALTER, 2010) como fatores explicativos do processo regulatório que permitiu à alta finança exercer um papel dirigente na consolidação de Basileia II.

#### **4.4.2 Crise e Conservação sob Basileia III**

Se a Emenda de 1996 representou um marco em direção à promoção da autorregulação conforme práticas de mercado e Basileia II representou a consolidação dessa viragem, o aspecto mais notável de Basileia III remete não à mudança, mas sim à estrita conservação dos fundamentos do regime de regulação e supervisão do sistema bancário internacional em uma conjuntura de estresse sistêmico provocado por uma crise originada no centro do sistema: Basileia II ainda estava em processo de implementação quando, em 2007, o colapso do mercado hipotecário estadunidense irrompeu e reverberou pelo restante da economia mundial, instaurando uma crise sistêmica global (PANITCH; GINDIN, 2013; CINTRA; VIANA, 2010).

Na esteira da crise, descortinaram-se intensas discussões sobre a economia mundial e acentuaram-se as expectativas e demandas por “mudanças” que evitassem a ocorrência de novos distúrbios: “since the

---

harmonizados para assegurar que a regulação não fosse fonte de assimetrias competitivas (WALTER; FOOT, 2010).

onset of the global financial crisis, ‘change’ has been the catchword in the international regulatory debate” (MOSCHELLA; TSINGOU, 2013, p. 1). Nesse sentido, Helleiner menciona o posicionamento assumido por lideranças políticas como o então Presidente francês Nicolas Sarkozy e o então Primeiro Ministro britânico Gordon Brown, que invocaram o precedente histórico de Bretton Woods para dimensionar as reformulações pelas quais a economia internacional teria de passar:

“French President Nicolas Sarkozy [...] argued in September 2008 that ‘we have to redesign the entire financial and monetary system, as was done in Bretton Woods.’ As few weeks later in mid-October, British Prime Minister Gordon Brown also called for ‘very large and very radical changes’ that would be a ‘new Bretton Woods’” (HELLEINER, 2014, p. 4).

Para além da arena política, as expectativas e demandas por “mudança” também permearam o espaço acadêmico e, em muitos casos, traduziram-se em previsões sobre a ruína do sistema de livre mercado sustentado desde as últimas décadas do século XX, conforme prossegue Helleiner:

“Joseph Stiglitz, for example, argued that ‘September 15, 2008, the date that Lehman Brothers collapsed, may be to market fundamentalism...what the fall of the Berlin Wall was to communism.’ Within the field of international political economy, Benjamin Cohen made a similar case: ‘Like the collapse of the Soviet Union, the crash of the global financial structure has all the earmarks of a genuine systemic transformation—the end of an age of vast, untrammled market expansion and neoliberal deregulation.’” (HELLEINER, 2014, p. 93).

Especificamente quanto aos mercados financeiros internacionais e sua regulação, os diagnósticos sobre as insuficiências de Basileia II criaram a expectativa generalizada de que seria articulada a substituição

da forma de auto-regulação conforme o mercado vigente desde a década de 1990 (HELLEINER, 2014).

Segundo Mendonça (2012, p. 465), dentre a multiplicidade de fatores que podem ser identificados como causas da crise – “o excesso de liquidez, resultante da concessão excessiva de crédito e dos baixos padrões de controle de emissão de títulos”, a “elevada alavancagem, o baixo nível e a qualidade de capital”, “colchões de liquidez inadequados”, “fragilidades na governança corporativa, transparência para o mercado, administração do risco e qualidade de supervisão” – todos remetem, direta ou indiretamente, à fragilidade do próprio arcabouço regulatório então vigente.

Uma publicação da ANBIMA (2010, p. 20) sobre o tema, menciona que o juízo formulado pelo próprio Comitê da Basileia quanto a ineficiência “tanto da administração de riscos realizada pelos bancos, quanto da prática da supervisão prudencial” foi bastante severo e deu origem a uma longa “lista de limitações apontadas pelo Comitê nos seus diversos documentos”. Nesse diagnóstico, prossegue a publicação, figuraram a “relativa falta de orientação” dos supervisores aos bancos “quanto à necessidade de incremento da robustez dos sistemas de mensuração e administração de risco adotados pelas instituições”; a “desatenção combinada de administradores de bancos e de supervisores”; e a “rápida introdução de inovações financeiras complexas nos últimos anos”; mas “a inadequação dos processos de avaliação interna da adequação de capital adotados pelos bancos” é que foi tomada como “conclusão mais imediata” pelo próprio Comitê sobre as deficiências da estrutura regulatória até então vigente.

Nesse sentido, avaliou-se que “as defesas criadas pelos bancos se revelaram muito menos sólidas do que o esperado pelo Comitê” e “pelos supervisores nacionais que, via de regra, foram surpreendidos pela rapidez com que essas defesas desmoronaram quando a crise se iniciou”. Na origem dessa fragilidade estariam a insuficiência das bases de dados utilizados para calcular a mensuração de riscos e validar os modelos utilizados pelos bancos:

“Insistiu-se, por exemplo, na necessidade de que as premissas sobre as quais se assentavam esses modelos fossem tanto testadas retroativamente, com dados da experiência passada, quanto em testes de estresse, simulando-se circunstâncias adversas que poderiam ocorrer no futuro. Apesar de muitos esforços terem sido despendidos nessa

direção, a conclusão é que esses exercícios foram amplamente insuficientes. Em particular, os cálculos de Valor em Risco efetuados pelos bancos teriam se apoiado em dados muito influenciados pelas condições favoráveis dos mercados financeiros em anos recentes, e os testes de estresse não teriam se aproximado sequer dos valores que a crise mostrou serem possíveis. (BCBS3, parágrafo 115).” (ANBIMA, 2010, p. 22).

Segundo Helleiner, a expectativa de que seria articulada uma ampla reação por parte das autoridades governamentais representadas no G-20 com o objetivo de substituir a forma de auto-regulação conforme o mercado vigente desde a década de 1990 foi inclusive endossada pelo comunicado final da reunião dos líderes do G20 ocorrida em novembro de 2008 em Washington:

“At their very first summit in Washington, the G20 leaders committed to reform international financial regulation to reflect lessons learned during the crisis. In fact, the final communiqué of that summit focused very heavily on this issue, outlining a detailed international regulatory reform agenda. At every subsequent G20 summit, this topic remained a top priority and the issues covered widened considerably. The result was a flurry of initiatives to reform both the content and the governance of international financial regulation. The consistent focus devoted to often very technical regulatory issues by the G20 leaders was impressive.” (HELLEINER, 2014, p. 92),

No âmbito desse encontro foram demandadas reformas previamente indicadas pelo próprio Comitê da Basileia em julho de 2008. Em setembro de 2009, durante a reunião da cúpula do G20 ocorrida em Pittsburgh, os líderes das principais economias aprovaram uma proposta de reforma mais abrangente para Basileia II e definiram 2010 como prazo para a revisão final dos termos do Acordo que deveria

ter seu cumprimento iniciado em 2013 e concluído até 2019 (HELLEINER, 2014).

Desde o início das atividades do Comitê da Basileia, em 1975, até o primeiro acordo de adequação de capital, em 1988, acumularam-se treze anos de negociações. Por sua vez, a conclusão de Basiléia II, firmado em 2004, exigiu quase uma década de discussões e, conforme mencionado, ainda não estava completamente em vigor quando a crise financeira global iniciou-se em 2007.

Segundo Panitch e Gindin (2013), surpreende, portanto, que pouco mais de um ano depois do início da crise, em setembro de 2009, o Comitê tenha apresentado um novo marco para Basiléia III, que foi aprovado pelos membros do G-20 no ano seguinte, em novembro de 2010, para ser gradualmente implementado até 2019.

Helleiner (2014), destaca que esse Acordo elevou a quantidade e a qualidade do capital demandado das instituições bancárias e incluiu medidas inovadoras como a introdução de novos padrões de gestão de liquidez (*new liquidity rules*), um índice de alavancagem (*leverage ratio*) e o buffer de capital anticíclico<sup>112</sup> (*counter-cyclical buffers*), além de previsões de imposição de encargos adicionais de capital sobre instituições financeiras consideradas sistemicamente importantes. Essas medidas, prossegue o autor, visavam apoiar não apenas o objetivo microprudencial de fortalecer a estabilidade das instituições individualmente consideradas, mas também o objetivo macroprudencial de conter o acúmulo de riscos à nível sistêmico, revelando o crescente consenso em torno da importância de estabelecer mecanismos de supervisão macroprudencial<sup>113</sup>.

---

<sup>112</sup> “Colchões de capital construídos em períodos de crescimento para serem aplicados em períodos de estresse” (PWC, 2013, p. 5).

<sup>113</sup> Essas considerações sobre o enfoque macroprudencial podem ser inclusive observadas no relatório final elaborado pelo Working Group on Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency vinculado ao G20 por ocasião do encontro que ocorreria em Londres no ano de 2009: “[...] a fundamental lesson from the current crisis is that effective supervision at the individual firm level, while necessary, is not sufficient to safeguard the soundness of the financial system as a whole. This is also the lesson of a long history of systemic financial failures. While each financial crisis is different, the crises over history generally share some key common elements including excessive risk taking, rapid credit growth and rising leverage. This points to the need for regulators, supervisors, and central bankers to supplement strong microprudential regulation with a macroprudential overlay to more effectively monitor and address the build-up of risks arising from excess liquidity,

No entanto, apesar dessa demonstração de disposição em propor e empreender medidas capazes de modificar a estrutura regulatória então vigente, na prática essas reformas regulatórias tiveram um caráter mais incremental do que modificativo, conservando-se a lógica da autorregulação conforme o mercado “[...] despite the various international regulatory reforms, the market-friendly nature of pre-crisis international financial standards was not overturned in a significant way” (HELLEINER, 2014, p. 11).

As disposições de Basileia III conservaram a permissão para que bancos utilizassem modelos próprios de análise de risco que tendiam a incentivar uma corrida pela “otimização da ponderação dos riscos” por meio da aplicação de parâmetros que minimizavam as avaliações de risco e, portanto, permitiam manter composições geralmente mais rentáveis e menos seguras a custos mais baixos nas carteiras de ativos (VERDIER, 2013).

Nesse sentido, Helleiner (2014) descreve que a inclinação pela demanda por modelos que reduzissem as necessidades de capital por parte das instituições bancárias não apenas resistiu após a crise como efetivamente produziu enormes variações nos índices de capital mantidos em relação aos mesmos ativos por diferentes bancos devido às discrepâncias nos modelos utilizados, gerando-se, assim, distorções nos propósitos regulatórios definidos em Basileia III.

Pierre-Huges Verdier também compreende criticamente a decisão de autorizar que bancos continuassem a definir internamente os parâmetros usados para calcular suas próprias necessidades de capital e ressalta as crescentes controvérsias sobre essas metodologias em função das discrepâncias nas estimativas de risco produzidas por diferentes bancos mas com base em carteiras de ativos similares, gerando-se incentivos para a aplicação de metodologias lenientes que tendem a permitir ganhos de competitividade:

“[...] Basel III perpetuates pre-crisis patterns. First and most importantly, it does not replace Basel II’s controversial risk-weighting methodology, but instead simply increases the percentage of capital to be held relative to the

---

leverage, risk-taking and systemic concentrations that have the potential to cause financial instability. Since the risk of distress to the financial system as a whole is not simply the sum of the risk to its individual components, the impact of the collective behaviour of economic agents on aggregate risk needs to be taken into account explicitly.” (G20 Working Group 1, 2009, p. 2).



risk-weighted assets calculated according to Basel II. Thus, large banks will continue to internally generate the parameters used to calculate their own capital requirements. **In recent years, this methodology has become increasingly controversial. Several analysts have pointed to large discrepancies in risk estimates produced by different banks based on similar asset portfolios. [...]. While it seems unlikely that the Basel Committee will abandon its current methodology, the lack of comparability is raising concerns that banks that apply it more leniently may gain a competitive advantage.**” (VERDIER, 2013, p. 1464, grifos meus).

Além disso, prossegue Helleiner, também os requisitos de capital foram criticados por sua insuficiência, tendo em vista que, embora os coeficientes mínimos de capital previstos em Basiléia III tenham sido fixados em um nível mais alto do que os definidos nas regulações anteriores, esses níveis não foram estabelecidos em patamares mais altos do que os efetivamente mantidos por muitas instituições financeiras gravemente afetadas pela crise:

“As Boone and Johnson put it, ‘Basel III will end up with capital requirements for systemically important institutions no higher than that reported by Lehman the day before it failed.’ For this reason, leading financial columnists such as Martin Wolf of the Financial Times have referred to the new capital standards as ‘the capital inadequacy ratio’” (HELLEINER, 2014, p. 102).

Helleiner também menciona as críticas ao baixíssimo limite definido pelo índice de alavancagem de 3%, que, embora devesse impedir que as instituições bancárias incorressem em excessos ao promover operações de elevado risco, terminou sendo comemorado pelos representantes do setor financeiro e teria representado uma vitória do lobby da indústria bancária sobre as definições do acordo:

“When the details of the new international leverage standard were announced in January

2014, journalists also noted that ‘ferocious’ bank lobbying had succeeded in watering down the regulators’ initial proposals about how even this limited leverage ratio would be calculated. As one bank analyst acknowledged, the outcome was ‘more of a win for the industry than I was expecting.’” (HELLEINER, 2014, p. 104).

Helleiner (2014) destaca ainda a insuficiência do acréscimo de capital a ser incorporado pelas instituições financeiras sistemicamente importantes e ressalta que sua implementação, assim como a do buffer de capital contra-cíclico, foi relegada à discricção dos supervisores nacionais. No mesmo sentido, Manuela Moschella e Eleni Tsingou (2013) descrevem que a questão das instituições sistemicamente importantes permaneceu sub-explorada e que os instrumentos destinados a aumentar a capacidade de absorção de perdas das mesmas ainda precisam ser implementados e incorporadas à regras formais e vinculativas.

Listadas essas insuficiências, caberia questionar por possíveis explicações sobre o descompasso entre expectativas de reorientação regulatória e a efetiva conservação do regime de regulação e supervisão no plano concreto.

Helleiner (2014) propõe-se a analisar essa questão a partir da retomada e revisão de três prognósticos subjacentes às previsões de “mudança” realizadas no auge da crise e seus consequentes desdobramentos, enfatizando, sobretudo aspectos relacionados às singularidades que caracterizaram a posição ocupada pelos Estados Unidos na economia internacional.

Pelo primeiro prognóstico, o fato de a crise ter centralizado-se nos mercados americano e britânico minaria a influência das autoridades anglo-americanas que, até então, tinham atuado na promoção de padrões financeiros internacionais favoráveis às práticas mercado. Além disso, como na esteira da crise muitos analistas indicavam que as autoridades alemães e franceses poderiam usar o seus mercados para forçar mudanças nas “regras do jogo” e que as autoridades de muitos países em desenvolvimento vinham dispondo-se à favorecer controles mais rígidos sobre os mercados financeiros internacionais, haveria uma disposição crescente em desafiar a liderança anglo-americana nas finanças internacionais (HELLEINER, 2014).

Em segundo lugar, supunha-se que, como as instituições financeiras privadas, até então defensoras da regulamentação conforme práticas de mercado, se encontravam na defensiva e politicamente enfraquecidas, especialmente por terem sido identificadas como as principais culpadas pelo desencadeamento da crise, a capacidade desses atores privados para resistir às tendências de endurecimento da regulação parecia estar seriamente comprometida (HELLEINER, 2014).

Pelo terceiro prognóstico, supunha-se que a crise estava minando de maneira progressiva e irreversível a credibilidade das idéias vinculadas ao receituário neoliberal, que havia desempenhado um papel central no incentivo e na justificação da criação de padrões financeiros internacionais favoráveis às práticas de mercado (HELLEINER, 2014).

Segundo Helleiner (2014), essa combinação de fatores fornecia razões sólidas para se antecipar que o modelo de “regulação neoliberal” que havia informado os padrões financeiros internacionais até então seria suprimido, no entanto, nenhuma dessas previsões parece ter sido confirmada.

Os Estados Unidos não apenas mantiveram-se resilientes, como reafirmaram novamente sua função de liderança na coordenação dos esforços de gestão da crise mundial e, com isso, lembraram ao restante do mundo o grau de dependência estabelecido entre a promoção da estabilidade financeira global e a disposição das autoridades americanas em garanti-la, cumprindo papel primordial a centralidade do dólar nas transações econômicas internacionais (PANITCH; GINDIN, 2013).

Na contramão da maioria das previsões levantadas no início da crise, a posição do dólar não foi deteriorada – ao contrário, o dólar inclusive foi valorizado à medida que a crise financeira global se intensificou em 2008 – e o status do dólar como moeda dominante na hierarquia monetária internacional emergiu incólume em meio a crise, foi fortalecido no período pós crise, e ainda hoje não parece ser seriamente questionado por nenhuma iniciativa (HELLEINER, 2014).

Além disso, apesar de iniciativas cooperativas de gerenciamento da crise, como a materializada pelo G20, as autoridades americanas é que desempenharam um papel central na contenção dos efeitos da crise de 2008. Nesse sentido, Helleiner (2014) descreve a atuação ad hoc do Federal Reserve na promoção de liquidez para os bancos centrais dos demais países por meio de swaps bilaterais e, portanto, ao largo do G20:

“Even more striking was the fact that the G20 leaders’ forum was completely uninvolved in organizing the most important cooperative

dimension of the financial management of the crisis: large-scale lending by the US Federal Reserve to foreign central banks. The Fed's loans came in the form of a series of ad hoc bilateral swaps created between December 2007 and October 2008, all in advance of the first G20 leaders' meeting [...] With its extensive swap program, the Fed acted as a crucial international lender-of-last-resort during the crisis.” (HELLEINER, 2014, p. 6).

Ainda segundo Helleiner, o fato de os Estados Unidos terem novamente desempenhado a função de emprestador de última instância em uma conjuntura de grande estresse sistêmico assinalou justamente a continuidade – e não a ruptura – do modelo de governança financeira global centrado nas práticas estadunidenses:

“During previous post–World War II international financial crisis, US authorities had often played this critical role. During the 2008 crisis (as in the past), they had a unique capacity to produce unlimited sums of dollars, the currency that many foreigners needed because of the greenback's dominant role in the global financial system. As in the past, the enduring centrality of the United States in global finance also helped motivate its authorities to act as international lender-of-last-resort: internationally oriented US financial firms, US financial markets, and the dollar were all vulnerable to financial instability abroad. The financial dimensions of the successful cooperative management of the crisis thus had much more to do with this ongoing US ability and willingness to act as international-lender-of-last-resort than with the establishment of the new G20 leaders' forum.” (HELLEINER, 2014, p. 6-7).

Essa atuação de certa forma autorizou os Estados Unidos a recusar propostas que parecessem reforçar instâncias multilaterais de governança e minar seu poder. Consequentemente, conclui Helleiner (2014), ao invés de demonstrar a efetividade de uma nova forma de

gestão de crises financeiras globais, os acontecimentos de 2008 e suas consequências ressaltaram a importância e a dependência do restante do mundo em relação aos Estados Unidos.

Em função dessa conservação da posição central dos Estados Unidos na economia mundial, a limitação das reformas regulatórias no plano internacional também refletiu a capacidade das autoridades americanas de seguir moldando a agenda de reformas e continuar vetando iniciativas internacionais que contrariassem suas preferências. Nesse sentido, o autor descreve que, apesar de contestações pontuais, os Estados Unidos é que iniciaram o processo de reforma internacional em setembro de 2007 e que posteriormente definiram muitos de seus principais parâmetros (HELLEINER, 2014).

Além disso, Helleiner (2014, p. 127) também argumenta que as preferências dos Estados Unidos em relação às reformas regulatórias internacionais vincularam-se intimamente às políticas regulatórias internas norte-americanas, de modo que, também no caso da agenda avançada durante o período posterior a crise de 2008, a maioria das questões abordadas no processo de reforma regulatória internacional acompanhou as prioridades domésticas dos Estados Unidos: “Most of the issues addressed in the international reform process paralleled US domestic reform priorities, and their content usually went no further than US legislative initiatives.” Nesse sentido, prossegue o autor, a explicação das limitações de muitas das iniciativas regulatórias promovidas após a crise de 2008 passa necessariamente pelo exame da natureza limitada das reformas regulatórias experimentadas pelos Estados Unidos no âmbito doméstico.

Essa questão leva ao segundo e ao terceiro prognósticos previamente descritos. Em relação a capacidade de mobilização das instituições financeiras privadas, Helleiner (2014) analisa as pressões exercidas pelo lobby do setor financeiro estadunidense na mitigação das iniciativas de reforma financeira nos Estados Unidos e os reflexos dessa forma de atuação no âmbito internacional. Segundo autor, rapidamente ficou claro que as previsões sobre o enfraquecimento político dos interesses financeiros privados feitas no auge da crise haviam sido superestimadas: inclusive o conteúdo de muitas das reformas propostas na esteira da crise foram diluídas pelo forte lobby do setor privado.

Segundo Helleiner a experiência legada pela crise e os resgates maciços promovidos pelo governo norte-americano provocaram demandas internas por regulações mais rígidas que passaram a ser opostas pelos interesses financeiros privados. No entanto, a própria generosidade dos resgates e da provisão de liquidez providenciadas pelo

governo na esteira da crise garantiram que os interesses financeiros privados se acomodassem à situação, mantivessem uma enorme influência nas instâncias de poder e continuassem a condicionar o processo de tomada de decisão política por meio das mais variadas formas<sup>114</sup>.

Quanto ao terceiro prognóstico, Helleiner aponta que não há dúvida de que os supostos do ideário neoliberal foram desafiados pela experiência de crise: no caso específico da regulação financeira, prossegue o autor, esse descrédito alimentou a súbita proeminência uma alternativa intelectual ao receituário ortodoxo: a regulação macroprudencial. A conversão de altos funcionários integrados às iniciativas transgovernamentais como o G20 ou outras instituições financeiras e organismos internacionais teria encarnado a expressão máxima desse processo:

“Within these circles, macroprudential ideas provided a broad intellectual justification for many of the regulatory initiatives discussed in this chapter such as counter-cyclical buffers, tighter controls on liquidity and SIFIs, the extension of public oversight to new sectors, transaction taxes, and support for capital controls.” (HELLEINER, 2014 p. 128).

---

<sup>114</sup> “As in the pre-crisis period, financial institutions continued to shape outcomes through well-organized and well-financed lobbying, and by their technical expertise in an issue area that others often found complex. Analysts also often point to their unique access to regulators, particularly in the context of shared norms and extensive networks between the financial industry and regulators.<sup>138</sup> Many analysts have focused particularly on the enduring clout of the largest banks. In the wake of various mergers and acquisitions, the top US banks emerged from the crisis even larger and potentially more powerful than before.<sup>139</sup> The public bailouts and support were not used to confront their power, but rather to socialize their losses. Indeed, some analysts had been skeptical from the very start about whether the bailouts signaled a political weakening of the banks for this reason. From this standpoint, the public support of the banks signaled the continued ability of these institutions to manipulate the state to serve their interests rather than an erosion of their influence.” (HELLEINER, 2014, p. 196).

Apesar disso, prossegue Helleiner (2014), esse fenômeno não teve maior impacto nas reformas regulatórias domésticas dos Estados Unidos porque sua interpretação pôde ser ressignificada e invocada para defender reformas regulatórias mais limitadas, que envolviam a ampliação da supervisão e do monitoramento sobre os mercados por instâncias públicas mas não restringiam as atividades privadas de maneira significativa. Nesta formulação mais restrita, os princípios macroprudenciais realmente forneciam aos *policymakers* uma justificação perfeita para responder às demandas por regulações mais rigorosas, mas de forma não tão radical do ponto de vista do setor financeiro. Não sem alguma dose de sarcasmo, o referido autor ainda descreve que essa abordagem atraiu muitas autoridades regulatórias estadunidenses: “As one BIS official noted in late 2011, the US acceptance of macroprudential ideas ‘was always half-hearted and, even now, sometimes quite partial, at least in policy, I presume partly for ‘philosophical’ reasons.’” (HELLEINER, 2014, p. 128).

Assim, cabe repisar que, apesar da crise e de seus desdobramentos, nenhuma das previsões sobre a deterioração da posição da alta finança americana se concretizaram. Os Estados Unidos permaneceram exercendo a liderança incontestada nas finanças internacionais, a alta finança norte-americana manteve-se resiliente – exercendo intenso lobby e promovendo a assimilação neoliberal da regulação macroprudencial – e as relações de poder que sustentam o esquema de governança global permaneceram cristalizadas. Consequentemente, essa conservação geral do *status quo ante* permitiu manter um regime de regulação e supervisão do sistema bancário internacional aderente às práticas de mercado e, portanto, em plena conformidade com os interesses da alta finança – explicando, assim, os inexpressivos resultados das iniciativas de reforma regulatória promovidas na esteira da crise de 2008.





## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Desde sua constituição, em 1930, o Bank for International Settlements (BIS) funcionou como importante espaço de mobilização dos interesses da alta finança estadunidense (SIMMONS, 1993; BÓRIO; TONIOLO, 2008). Apesar disso, a instituição permaneceu ocupando uma posição marginal na arquitetura financeira internacional<sup>115</sup> até meados da década de 1970, servindo essencialmente como instância de transmissão de expertise técnica e de troca de informações entre os altos funcionários dos bancos centrais das principais economias capitalistas (HELLEINER, 1994; KAPSTEIN, 1989; 1991; 1994).

Com a financeirização da economia americana e a posterior difusão desse processo no plano internacional a partir do desmantelamento da ordem inaugurada em Bretton Woods e da ascensão do mercado de eurodólares, desencadeou-se a liberação dos fluxos financeiros internacionais e a crescente integração dos mercados financeiros domésticos. A conjugação desses processos inaugurou um momento caracterizado pelo desenvolvimento e complexificação das operações e produtos financeiros, pela centralidade das finanças na economia mundial e pela crescente instabilidade do sistema financeiro em plena internacionalização (BRAGA, 1997).

Paralelamente a essa globalização financeira, a correlação de forças estabelecida no sistema de Estados também vinha sendo redefinida: a Alemanha e o Japão abriram a década de 1970 como “potências estratégicas na ordem capitalista” e a Inglaterra, que jamais renunciara à influência sobre o seu antigo império, sustentava a ampliação de seu poder econômico no âmbito internacional apoiada no boom experimentado pelo mercado de eurodólares. Desenvolvia-se, assim, um tensionamento multipolar entre as potências capitalistas que refletia-se nas crescentes contestações da posição privilegiada ocupada pelos Estados Unidos na ordem internacional (TAVARES, 1997, p. 30; (NORFIELD, 2016).

---

<sup>115</sup> No original: “The international financial architecture consists of a loose set of multilateral agreements and understandings, among a core group of powerful capitalist states, about the rules and norms that govern, and/or should govern, cross-border money and credit transactions of all kinds. These understandings may be informal, written, and/or embodied in shared expectations about the normal operations of ongoing international or transnational organizations” (ELLIOTT, 2002, p. 3).

Sob essa conjuntura, as funções desempenhadas pelo BIS foram paulatinamente modificadas e a instituição passou a ocupar uma posição central na regulação da ordem financeira internacional, servindo de espaço para a construção de um regime orientado à regulação e supervisão das operações empreendidas pelas instituições bancárias internacionais a partir da constituição do Basel Committee for Bank Supervision (BCBS) (KAPSTEIN, 1994).

No campo de pesquisa da Economia Política Internacional, as análises dominantes sobre a função desempenhada pela regulação bancária e a ordem financeira internacional adotam como pano de fundo uma abordagem institucionalista neoliberal inspirada no trabalho de Robert Keohane<sup>116</sup> (1988). Sob essa perspectiva assume-se que as instituições internacionais dispõem do potencial de facilitar a cooperação internacional na medida em que mitigam a assimetria de informações, reduzem custos de transação e previnem problemas de observância normativa, possibilitando, assim, ganhos mútuos para os atores envolvidos. Nesse sentido, os trabalhos de maior repercussão sobre o tema com os quais buscou-se dialogar são os de Ethan Kapstein (1989; 1991; 1994) e Eric Helleiner (1994).

Kapstein (1994, p. 12) desenvolve o argumento de que o regime de regulação e supervisão do sistema bancário internacional teria sido estabelecido como resultado de uma demanda por maior estabilidade frente a intensificação dos riscos sistêmicos decorrente da integração dos mercados financeiros internacionalizados e da tentativa de acomodação do declínio hegemônico dos Estados Unidos nas finanças internacionais supostamente expresso na deterioração da competitividade dos bancos estadunidenses. De um lado, a crescente integração dos mercados financeiros teria erodido a capacidade das autoridades reguladoras de assegurar a solidez dos sistemas bancários nacionais, gerando distúrbios, falências e crises. De outro, a intensificação concorrencial entre as potências capitalistas nas finanças internacionais teria provocado uma alavancagem competitiva em detrimento das

---

<sup>116</sup> “In his collaborative projects with Nye in the 1970s, Keohane succeeded in promoting a new interest in the role of institutions in world politics, broadly conceived as forms of patterned cooperation among governments. Given the pair’s liberal orientation, it was perhaps inevitable that their new line of thought would soon come to be known by the tongue-twisting sobriquet neoliberal institutionalism, though Keohane himself has more recently expressed a preference for the simple label “institutional-ism” without the adjective (Keohane 2002, 3).” (COHEN, 2008, p. 95).

condições regulatórias. Frente a esse contexto, as demandas por um arcabouço regulatório internacional que permitisse conservar o sistema de pagamentos e manter um campo de jogo equilibrado para a concorrência interbancária foram respondidas pelos *policymakers* com a elaboração de Basileia I em 1988<sup>117</sup>.

Por sua vez, Helleiner (1994) atribui ao regime de regulação e supervisão bancária internacional centralizado no BIS (*BIS-centered regime*) um caráter essencialmente cooperativo e finalisticamente orientado à garantia da manutenção do *ethos liberal* que passou a definir a ordem financeira internacional após a derrocada de Bretton Woods. Assim, as normas, regras e procedimentos de tomada de decisão estabelecidos no âmbito desse regime colaborariam para a cooperação entre os bancos centrais ao promover a disponibilização de informações, a institucionalização de padrões de cooperação e a produção de expectativas positivas tanto dos atores estatais, quanto dos agentes de mercado ao instilar confiança entre os operadores privados pela

---

<sup>117</sup> “I argue that states have continued to adjust to changes in the global economy over the past twenty years, largely by adjusting the terms of cooperation among them. [...] during the 1970s and 1980s the United States acted as the ‘hegemonic’ leader of international financial system, providing lender-of-last-resort and other managerial services in times of crisis, especially during the developing-world debt meltdown. By the late 1980s, however, the relative position of the United States in international finance had declined, and its banks had become less competitive. Domestic actors were no longer willing to pay all the costs associated with crisis management, and the U.S. Congress called upon American bank supervisors to develop a new ‘burden-sharing’ formula with the other industrial states for propping up the weakened financial system. This history supports Robert Keohane’s contention that international institutions and the principles they embody – in short, international cooperation – can facilitate states’ adaptation to change in the international economy. [...]. First, in terms of their cognitive contribution, international institutions, such as the basle Committee of Bank Supervisors [...], can help states adapt to environmental uncertainty through the development of consensual knowledge about particular issue-areas like banking, through the sharing of policy ideas. As a result of these activities, member states can increase market transparency and reduce uncertainty about market outcomes for public and private sectors actors alike. These cognitive contributions [...] may also contribute to the normative task of developing ‘best supervisory practices’ for complex sectors like banking. Furthermore, as such practices spread globally among bank regulators, international policy converges.”

demonstração da disposição das autoridades reguladoras em conter potenciais problemas<sup>118</sup>.

Partindo do pressuposto de que o processo de regulação é essencialmente informado por relações de poder e de que seus *outputs* tem o condão de redefinir as configurações de custos e benefícios num determinado sistema de interações, afetando diretamente o grau de autonomia e a distribuição de poder e riqueza entre as partes envolvidas, no curso da presente pesquisa procurou-se testar a hipótese de que a constituição do regime regulatório inaugurado sob os auspícios do Comitê da Basileia não resultou em soluções ótimas, desenvolvidas segundo uma racionalidade fundamentalmente técnica, promovidas mediante a cooperação financeira internacional com a finalidade de mitigar externalidades negativas e proporcionar ganhos mútuos, mas sim de relações concretas de poder informadas por condições históricas específicas – no caso, determinadas pela ascensão hegemônica da alta finança estadunidense – que tenderam a produzir soluções subótimas, definidas segundo interesses vinculados a conservação da posição privilegiada dos Estados Unidos na hierarquia do sistema de Estados e promovidas a partir do poder mobilizado por essa fração de classe dirigente através do aparelho de Estado estadunidense.

Tomando como base esse conjunto de aspectos, analisou-se a constituição e posterior ascensão da alta finança estadunidense a partir do dinamismo experimentado pela economia americana e das

---

<sup>118</sup> “[...] the important role played by the central banks of the major advanced industrial states in cooperating to prevent financial crises in this period was facilitated by the growing strength and sophistication of the BIS-centered regime. In the wake of the three major crises in the 1970S and 1980s, increasingly specific norms, rules, and decision-making procedures were established concerning lender-of-last-resort, regulatory, and supervisory activities in order to prevent further crises. These provisions greatly assisted central banks in cooperating by altering expectations, making information available, and institutionalizing patterns of cooperation. Equally important, they did much to alter market behavior and instill confidence among private operators by demonstrating the seriousness with which financial officials were attempting to handle potential problems. Although the BIS regime was designed to maintain the increasingly open, liberal international financial order, it did so by means of a limited reregulation of global financial markets. [...]. Whereas the Bretton Woods financial order represented an ‘anti-market’ type of regulation, the regulations of the BIS regime were a ‘pro-market’ type of regulation designed to prevent financial crises.” (HELLEINER, 1994, p. 190-191).

modificações das sucessivas correlações de forças estabelecidas no interior do complexo Estado-sociedade civil entre o último quarto do século XIX e as três primeiras décadas do século XX. Depois, passou-se à abordagem da construção das condições e capacidades institucionais que, após o interregno das finanças, mostrar-se-iam fundamentais para a promoção da internacionalização e hegemonia da finança na ordem global no segundo quarto do século XX. Por fim, demonstrou-se como a mobilização de capacidades estatais em função dos interesses da hegemonia dessa fração de classe condicionou o processo de construção de um aparato regulatório e supervisonal pertinente ao sistema bancário internacional.

Para tanto, buscou-se identificar as correlações de força e os mecanismos institucionais historicamente mobilizados pela alta finança estadunidense com o objetivo de condicionar a configuração e a operacionalidade do regime regulatório em questão, bem como analisar a mobilização dos vínculos estabelecidos entre os Estados Unidos e os mercados financeiros globalizados como função da conservação da posição privilegiada e do poder americano.

Estabeleceu-se, assim, uma interpretação crítica em relação a posição segundo a qual a adesão estadunidense ao regime regulatório em questão representaria uma concessão do poder americano num contexto de declínio da hegemonia das finanças, demonstrando-se que os condicionamentos exercidos pela finança estadunidense sobre a definição do regime regulatório interbancário global devem ser entendidos enquanto dimensão integrante da reafirmação da hegemonia norte-americana, refletindo o acúmulo de capacidades estatais, a inserção interativa e o poder estrutural mobilizados pela alta finança estaunidense no plano internacional.



## REFERÊNCIAS

ALEXANDER, Ker; DHUMALE, Rahul; EATWELL, John. **Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Basileia III: novos desafios para adequação da regulação bancária**. In: **Perspectivas**. Rio de Janeiro, 2010.

ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo**. Rio de Janeiro: Contraponto; UNESP, 1996.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**, 1988.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision. **Basle Capital Accord: Treatment of Potential Exposure for Off-Balance-Sheet Items**, 1995.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision. **Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks**, 1996.

BIS – Bank for International Settlements. **Report to the Governos on the supervision of banks' foreign establishment**, 1975.

BIS – Bank for International Settlements. **Principles for the supervision of banks' foreign establishments**, 1983.

BIS – Bank for International Settlements. **History of the Basel Committee**, 2018.

BORIO, Claudio; TONIOLO, Gianni. **One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation: A BIS Perspective**. In: (Eds.). BORIO, Claudio; TONIOLO, Gianni; CLEMENT, Piet.. **Past and Future of Central Bank Cooperation**. New York: Cambridge University Press, 2008.

BRAGA, José Carlos de Souza. **Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo**. In: TAVARES, M.

C.; FIORI, J. L. (Ed.). **Poder e dinheiro**. Uma economia política da globalização. Petrópolis, RJ: Editora Vozes, 1997.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo; BRAGA, José Carlos de Souza. Finanças Dolarizadas e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano. In. FIORI, José Luis. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.

BROZ, J. Lawrence. **Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-rider Problem**. In. *International Organization* 53, 1, 1999.

BURN, Gary. The state, the City and the Euromarkets. In. **Review of International Political Economy**, 1999.

CALOMIRIS, Charles W. **U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective**. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

CARDIM, Fernando. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos de Basileia. In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, 2005.

CHESNAIS, François. O Capital Portador de Juros: Acumulação, Internacionalização, Efeitos Econômicos e Políticos. In. CHESNAIS, F. (Ed.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CINTRA, Marcos A.; VIANA, Andre R. G20: Os Desafios da Coordenação Global e da Rerregulação Financeira. In. **Boletim de Economia e Política Internacional**. Brasília: Ipea, 2010.

COELHO, Jaime. Trajetórias e interesses: os EUA e as finanças globalizadas num contexto de crise e transição. In. **Revista de Economia Política**, vol. 31, n. 5 (125), pp. 771-793, Edição especial, 2011.

COELHO, Jaime. **Economia, Poder e Influência: O Banco Mundial e os anos de ajuste da América Latina**. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

COHEN, Benjamin J. Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. **World Politics**, 48(2), 1996.



COHEN, Benjamin J. **International Political Economy: An Intellectual History**. Princeton: Princeton University Press, 2008

COHEN, Benjamin J. **A Geografia do Dinheiro**. São Paulo: Editora Unesp, 2014.

CRUZ, Sebastião Velasco. A Presença da Tradição. O Populismo nos Estados Unidos. **Estudos e Análises de Conjuntura**, v. 13, p. 1-13, 2017.

DAVIES, Howard; GREEN, David. **Global Financial Regulation: The Essential Guide**. Cambridge: Polity Press, 2008.

DREZNER, Daniel. W. **All Politics Is Global: Explaining International Regulatory Regimes**. Princeton: Princeton University Press, 2007.

DUMÉNIL, Gerard.; LÉVY, Dominique. A finança capitalista: relações de produção e relações de classe. In: BRUNHOFF, Suzanne de et. al. **A Finança Capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.

DUMÉNIL, Gerard.; LÉVY, Dominique. **A Crise do Neoliberalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.

EICHENGREEN, Berry. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, Berry. **Privilégio Exorbitante: A ascensão e a queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

ELLIOTT, Leslie. **Debating the Global Financial Architecture**. New York: State University of New York Press, 2002.

FOOT, Rosemary; WALTER, Andrew. **China, the United States and Global Order**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

FREEDLAND, Fred. History of Holding Company Legislation in New York State: Some Doubts as to the "New Jersey First" Tradition. In. **Fordham Law Review**, 25, 3, 1955.

FREITAS, Jean Toledo de. De Basileia II para Basileia III: Os mesmos desafios?. In. **As transformações no sistema financeiro internacional**. (Orgs.) CINTRA, Marcos A. M.; GOMES, Keiti R. G. Brasília: Ipea, 2012.

G20 Working Group 1. **Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency**, 2009.

GILPIN, Robert. **Global Political Economy: Understanding the International Economic Order**. Princeton: Princeton University Press, 2001.

GRAMSCI, Antônio. **Cadernos do Cárcere**. Vol 5. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

GOODHART, Charles. **The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years, 1974–1997**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

GOWAN, Peter. **A Roleta Global**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2003.

GUTTMANN, R. Basileia II: Uma nova estrutura para a regulação da atividade bancária global. In. **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia**. Campinas, 2006.

HELLEINER, Eric. **States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

HELLEINER, Eric. **The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2014.

HOBSBAWM, E. **Era dos extremos: O breve século XX – 1914-1991**. São Paulo: Companhia das Letras, 2006.

JACOBSTEIN, Meyer. Born of a Panic: Forming the Fed System. In. Federal Reserve Bank of Minneapolis. 75th Anniversary Issue, 1988.

JOHSON, Simon; KWAK, Johnson. **13 bankers**: the Wall Street takeover and the next financial meltdown. New York: Vintage Books, 2010.

KAPSTEIN, Ethan B. Architects of stability? International cooperation among financial supervisors. In. **BIS Working Papers**, n. 199, 2006.

KAPSTEIN, Ethan B. Between power and purpose: central bankers and the politics of regulatory convergence. In. **International Organization** 46, 1, 1992.

KAPSTEIN, Ethan B. **Governing the global Economy**. Harvard: Harvard University Press, 1994.

KAPSTEIN, Ethan B. Resolving the Regulator's Dilemma: International Coordination of Banking Regulations. In. **International Organization** 43, 2, 1989.

KAPSTEIN, Ethan B. Supervising International Banks: Origins and Implications of the Basle Accord. In. **Essay in International Finance**, 185, 1991.

KEOHANE, Robert. International Institutions: Two Approaches. **International Studies Quarterly**, Vol. 32, 4, 1988.

KONINGS, Martijn. American Finance and Empire in Historical Perspective. In. PANITCH, L.; KONINGS, M. (Eds.). **American Empire and the Political Economy of Global Finance**. New York: Palgrave Macmillan, 2009.

KONINGS, Martijn. **The Development of American Finance**. New York: Cambridge University Press, 2011.

LAKE, David. The State and Trade Strategy in the Pre-Hegemonic Era. In. (Eds.) LAKE, David; IKENBERRY, John G.; MASTANDUNO, Michael. **The State and American Foreign Economic Policy**, Ithaca: Cornell University Press, 1988.

LAPAVITSAS, Costas. **Profiting without producing**: how finance exploits us all. London: Verso, 2013.

LEVINE, Rhonda F. **Class Struggle and the New Deal**: Industrial Labour, Industrial Capital and the State. Lawrence: University Press of Kansas, 1988.

LICHTENSTEIN, Cynthia C. The U.S. Response to the International Debt Crisis: The International Lending Supervision Act of 1983. **Virginia Journal of International Law** 25, n. 2, 1985.

LIND, Michael. **The Land of Promise**: An economic history of the United States. Harper Collins Publishers, 2013.

MAGRI, Lucio. **O Alfaiate de Ulm**. São Paulo: Boitempo, 2014.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. O Acordo de Basiléia de 2004: uma revisão em direção às práticas de mercado. **Economia Política Internacional**: análise estratégia, Campinas, CERI/IE-Unicamp, n. 2, 2004.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Regulação bancária e arranjo institucional pós-crise: atuação do conselho de estabilidade financeira e Basiléia III. **As Transformações no Sistema Financeiro Internacional**, Brasília, v. 2, 2012, p. 411.

MIKESELL, Raymond F. The Key Currency Proposal Author(s): **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 59, No. 4 (Aug., 1945), pp. 563-576 Published by: Oxford University Press Stable, 1945.

MOSCHELLA, M.; TSINGOU, E. Introduction: The Financial Crisis and the Politics of Reform: Explaining Incremental Change. In. (Eds.) MOSCHELLA, M.; TSINGOU, E. **Great expectations, slow transformations**: incremental change in post-crisis regulation. Colchester: ECPR Press, 2013.

NORFIELD, Tony. **The City**: London and the Global Power of Finance. Londres: Verso, 2016.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. **The Making of Global Capitalism**: The Political Economy of American Empire. Londres: Verso, 2013.

PWC – PricewaterhouseCoopers. **Basileia III**: Principais características e potenciais impactos. 2013.

ROSENBERG, Emily. **Financial Missionaries to the World: The Politics and Culture of Dollar Diplomacy, 1900–1930**. Cambridge: Harvard University Press, 1999.

SEABROOKE, Leonard. **US Power in International Finance: The Victory of Dividends**. Palgrave Macmillan UK, 2001.

SHAPIRO, Eli; SOLOMON, Ezra; WHITE, William L. **Money and banking**. Michigan: University of Michigan Press, 1968.

SIMMONS, Beth A. Why Innovate? Founding the Bank for International Settlements, 1929-1930. **World Politics**. 1993.

TARULLO, Daniel. **Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation**. Washington: Peterson Institute for International Economics, 2008.

TAVARES, Maria da Conceição. “A Retomada da Hegemonia Americana e seu Impacto sobre a América Latina”, em FIORI, J. L. e TAVARES, M. C. (org.), **Poder e dinheiro**, Petrópolis: Vozes, 1997.

TSINGOU, Eleni. Transnational Private Governance and the Basel Process: Banking Regulation, Private Interests and Basel II. In. (Eds.). NÖLKE, A.; GRAZ, J. C. **Transnational Private Governance and Its Limits**, London: Routledge), 2008.

TSINGOU, Eleni. Club governance and the making of global financial rules. In. **Review of International Political Economy**. Vol. 22, 2, 2014.

VERDIER, Pierre-Hugues. Political Economy of International Financial Regulation. In. **Indiana Law Journal**: Vol. 88, 4, 11, 2013.

WALTER, Andrew. **Governing Finance: East Asia’s Adoption of International Standards**. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2008.

WHITE, J. L. **Change and Turmoil in US Banking: Causes, Consequences, and Lessons**. Working Paper Series S-92-23. New York: New York University Salomon Center, 1992.