

Columbia University

From the Selected Works of Tamara Lothian

2011

O Passado e o Futuro Financeiro dos Estados Unidos da America: O Experimentalismo Americano sem o Excepcionalismo Americano

Tamara Lothian, *Columbia Law School*



Available at: https://works.bepress.com/tamara_lothian/14/

REVISTA DE DIREITO ADMINISTRATIVO

Maio/Agosto 2011



EDITORA
DIREITO RIO

REVISTA DE DIREITO ADMINISTRATIVO

Volume 257 — maio/agosto 2011 — ISSN 0034.8007

PERIODICIDADE QUADRIMESTRAL: revista da Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getulio Vargas, FGV Direito Rio

EXPEDIENTE

Fundador e diretor (1945-82): Carlos Medeiros Silva

Diretor (1982-2006): Caio Tácito

Diretor: Joaquim Falcão

Diretor executivo: Sérgio Guerra

Conselho consultivo: Alexandre de Moraes; Carlos Ari Sundfeld; Diogo de Figueiredo Moreira Neto; Ellen Gracie Northfleet; Gilmar Ferreira Mendes; Gustavo Direito; Maria Sylvia Zanella Di Pietro.

EDITORA FGV

Editora executiva: Marieta de Moraes Ferreira

Coordenação editorial e Copidesque: Ronald Polito

Revisão: Marco Antonio Corrêa e Tathiana Viana

Capa: Alvaro Magalhães

Diagramação: FA Editoração

Tiragem e data de circulação: 1.000 exemplares (outubro de 2011)

CORRESPONDÊNCIA REDATORIAL

REVISTA DE DIREITO ADMINISTRATIVO

Praia de Botafogo, 190 — 13º andar

CEP 22250-900 — Rio de Janeiro, RJ

E-mail: rda@fgv.br

ASSINATURAS

atendimento@editoraforum.com.br

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

Livraria J. Carneiro Felipe

Praia de Botafogo, 190

CEP 22250-900 — Rio de Janeiro, RJ

Tel.: 21-3799-5535

Livraria Faria Lima

Av. Nove de Julho, 2029

CEP 01313-001 — São Paulo, SP

Tels.: 11-3281-7790 e 3281-7875

Os artigos assinados são de inteira responsabilidade de seus autores. As opiniões neles emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Fundação Getulio Vargas. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta revista, desde que citada a fonte.

Sumário

- 5 I – EDITORIAL
- 9 II – ARTIGOS
- 11 O PASSADO E O FUTURO FINANCEIRO DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA: O EXPERIMENTALISMO AMERICANO SEM O EXCEPCIONALISMO AMERICANO
Tamara Lothian
- 57 A CONSTITUIÇÃO DO EXPERIMENTALISMO DEMOCRÁTICO
Roberto Mangabeira Unger
- 73 ENTRE IDEIAS E INSTITUIÇÕES: CONSIDERAÇÕES SOBRE MANGABEIRA UNGER E A “SITUAÇÃO CONSTITUCIONAL” DO BRASIL
Diego Werneck Arguelhes
- 91 TRANSFORMAÇÃO ESTRUTURAL E DIREITO CONSTITUCIONAL
Carlos Sávio Gomes Teixeira e Vitor Pinto Chaves
- 111 CONTROLE DAS CONTRATAÇÕES PÚBLICAS PELOS TRIBUNAIS DE CONTAS
Carlos Ari Sunfeld e Jacintho Arruda Câmara
- 145 LEGITIMIDADE DO DIREITO E ESTADO: DUAS PERSPECTIVAS CONTEMPORÂNEAS
Felipe Dutra Asensi

- 183 | AUTORREGULAÇÃO SUPERVISIONADA PELO ESTADO:
DESENVOLVIMENTO DE UM SISTEMA DE CORREGULAÇÃO
PARA O MERCADO DE CORRETAGEM DE SEGUROS,
RESSEGUROS, CAPITALIZAÇÃO E PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR ABERTA
Luciano Portal Santana
- 213 | DA DOGMÁTICA AUTORITÁRIA À ADMINISTRAÇÃO
PÚBLICA DEMOCRÁTICA
Luís Henrique Baeta Funghi
- 241 | III – PARECERES, DECISÕES JUDICIAIS, ADMINISTRATIVAS E
PROPOSIÇÕES LEGISLATIVAS
- 243 | MARCO REGULATÓRIO E REPARTIÇÃO DE COMPETÊNCIAS
NO SETOR DE GÁS
Virgílio Afonso da Silva e Diogo Rosenthal Coutinho
- 275 | CONSELHO NACIONAL DE JUSTIÇA (CNJ) –
INAPLICABILIDADE DA CONSTITUIÇÃO DE 1967 NA
OUTORGA DE DELEGAÇÃO DE SERVIÇOS NOTARIAIS
E DE REGISTROS
Voto do conselheiro Marcelo Nobre no Procedimento de Controle
Administrativo nº 200810000024710
- 283 | CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA
(CADE) – A PROTEÇÃO DA ORDEM ECONÔMICA NO SETOR
DE TELECOMUNICAÇÕES: ATUAÇÃO DA AGÊNCIA
NACIONAL DE TELECOMUNICAÇÕES (ANATEL)
Voto do conselheiro Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo no Ato de
Concentração nº 53500.012487/2007
- 355 | SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL (STF) – MUNICÍPIO
LUÍS EDUARDO MAGALHÃES. IMPEDIMENTO DE CRIAÇÃO
DE MUNICÍPIO EM PERÍODO ELEITORAL E PRINCÍPIO
FEDERATIVO
Voto do ministro Eros Grau na Ação Direta de
Inconstitucionalidade nº 2.240-7 Bahia

O passado e o futuro financeiro dos Estados Unidos da América: o experimentalismo americano sem o excepcionalismo americano*

The past and future of American finance: American experimentalism without American exceptionalism

Tamara Lothian**

RESUMO

Este trabalho apresenta uma distinção entre a reforma regulatória financeira e a reconstrução institucional, e argumenta que os esforços dos EUA e de outros países para reformar a regulação de finanças podem e devem servir como um primeiro passo para a reconstrução institucional. A crise financeira revelou uma série de problemas que não podem ser resolvidos

* Publicação original: LOTHIAN, Tamara. The past and future of American finance: American experimentalism without American exceptionalism. *Journal of Globalization and Development*, v. 1, ed. 2, art. 7, 2010. Disponível em: <www.bepress.com/jgd/vol1/iss2/art7>. Tradução de Martinelli Traduções Ltda.; revisão técnica de Vitor Chaves.

** Livre-docente na Faculdade de Direito da Universidade de Columbia. Diretora do International Strategies Group, professora de direito na Columbia Law School e professora visitante e pesquisadora na Fundação Getúlio Vargas, no Rio de Janeiro. Para um tratamento mais completo de alguns dos temas aqui abordados, incluindo documentação mais extensa e apoio bibliográfico, consulte uma versão anterior do documento com o mesmo título — COLUMBIA LAW SCHOOL. *Law and Economics Research Papers Series*, n. 383 —, disponível em: <www.law.columbia.edu/lawec>. A autora agradece as observações perspicazes e os comentários feitos por um revisor anônimo.

através da simples regulação. Tais problemas exigem inovações destinadas a reorganizar a relação das finanças com a economia real. Para isso, precisamos de uma prática de análise jurídica e econômica atenta às realidades e possibilidades institucionais. Este trabalho exemplifica essa prática no cenário da reforma financeira dos EUA.

PALAVRAS-CHAVE

Crise financeira — regulação e reforma financeira — instituições — mudança institucional — globalização — desenvolvimento — estado de direito — reforma estrutural

ABSTRACT

This piece introduces the distinction between financial regulatory reform and institutional reconstruction and argues that efforts in the US and other countries to reform the regulation of finance can and should serve as a first step towards institutional reconstruction. The financial crisis has revealed a series of problems that cannot be solved by mere regulation. They require innovations designed to reorganize the relation of finance to the real economy. To this end, we need a practice of legal and economic analysis attentive to institutional realities and possibilities. This piece exemplifies such a practice in the setting of US financial reform.

KEY-WORDS

Financial crisis — financial regulation and reform — institutions — institutional change — globalization — development — rule of law — structural reform

Introdução

As finanças e sua reforma estão agora no centro da *atenção americana e mundial*. No entanto, o debate a respeito da reforma financeira que ocorreu internamente nos EUA, bem como no exterior, foi extremamente limitado. Argumento aqui que seu defeito central tem sido permanecer dentro dos limites das tentativas para regular as finanças em vez de reformá-las.

A tese central desse trabalho é que regular não basta. Os problemas revelados pela crise atual somente podem ser tratados de forma adequada através

de iniciativas destinadas a reorganizar a relação das finanças com a economia real. Essas iniciativas, por sua vez, devem ser compreendidas como a linha de frente de uma reorganização institucional da economia de mercado a serviço de *três* objetivos que gozam de grande autoridade no mundo de hoje: crescimento com inclusão social; inovações nas formas financeiras capazes de incentivar a poupança, o investimento e a produção na economia real; e um aumento na capacidade dos países em todas as regiões do mundo em participar ativamente, em vez de passivamente, nos mercados globais.

Este trabalho faz parte de um corpo de ideias em evolução que aborda esses assuntos a partir de uma série de perspectivas complementares, mas sempre com o mesmo objetivo em mente: desenvolver uma maneira de pensar que possa tratar da relação entre a percepção da diversidade jurídica e institucional existente e a imaginação de uma diversidade institucional maior. Neste breve artigo parto de uma tipologia histórica simples. Tal tipologia aprimora e desenvolve uma abordagem analítica, considerada em pormenor em outras publicações minhas, e sugere uma orientação programática.

Contrasto três diferentes programas de reforma na área de finanças: as reformas do New Deal, do Current Deal e do Better Deal. Na passagem do primeiro para o segundo, considero a natureza e as implicações do esvaziamento parcial das reformas do New Deal, que precederam e ajudam a explicar a crise atual.

Meu objetivo não é fornecer uma narrativa histórica esquemática. É resumir, na forma dessa tipologia compacta, instrumental analítico (isto é, as categorias descritas abaixo e exibidas na tabela incluída no Apêndice desse ensaio¹). São categorias que creio ser indispensáveis para um argumento capaz de ultrapassar os limites do debate estabelecido sobre as finanças e suas reformas.

No cerne de meu argumento se destacam três ideias. A primeira é programática; a segunda, crítica e histórica; e a terceira, metodológica. Todas as três têm a ver com a função dos arranjos institucionais.

A ideia programática é que há um caminho de reformas graduais e cumulativas que nos permite canalizar de modo mais eficiente a poupança social de longo prazo em investimento produtivo de longo prazo, e assim impedir sua dissipação em transações financeiras puramente especulativas.

A ideia crítica e histórica é que as inovações necessárias não podem ser acomodadas dentro das duas principais tradições progressistas de reforma na

¹ Ver o Apêndice.

história americana: de um lado, a defesa da pequena propriedade e da pequena empresa contra as grandes propriedades e grandes empresas e, de outro lado, a aceitação de grandes empresas desde que combinadas com um compromisso de utilizar os poderes de um governo nacional forte para regulá-las. Para ambas as tradições, as finanças serviram como um teste essencial.

A ideia metodológica é que os conceitos e as categorias necessárias tanto para compreender quanto para reconstruir arranjos institucionais estabelecidos existem na forma de detalhes institucionais juridicamente definidos. Tais arranjos são inevitavelmente informados por concepções de direito, bem como por ideias sobre o papel das finanças em nossa democracia e em uma economia de mercado. A análise jurídica é importante e tem um papel indispensável — e incompreendido — a desempenhar. Ela representa um ponto de partida para a abordagem disciplinar que precisamos, a fim de compreender oportunidades e limitações do mundo atual, para transformar finanças e outras áreas da prática social.

A desvantagem para a compressão absoluta das minhas opções neste trabalho é que as ideias permanecem incompletamente desenvolvidas; elas não se constituem ainda em um conjunto de argumentos plenamente trabalhados. A vantagem desse procedimento, no entanto, é nos ajudar a reconhecer, em uma única tacada, o que tem acontecido e pode acontecer, oferecendo muito mais do que as ideias atualmente dominantes sobre reforma financeira poderiam sugerir. Não pode haver nenhuma reforma significativa até desenvolvermos uma maneira de pensar que se desprenda de uma série de suposições limitadas, que há muito passamos a aceitar, sobre finanças e suas reformas. Um primeiro passo nessa direção é compreender o contexto histórico desse reduto de ideias.

Reforma financeira no cenário americano e o debate contemporâneo no mundo em geral sobre alternativas ao Consenso de Washington

Uma das premissas de meu argumento é que o debate contemporâneo, em todo o mundo, sobre a adequação dos arranjos institucionais estabelecidos, inclusive os arranjos para a organização da relação das finanças com a economia real, é tão aplicável aos Estados Unidos quanto a qualquer outro país. Antes da eclosão da crise atual, foi estabelecida uma controvérsia no mundo sobre a tese de convergência para um único conjunto de supostamen-

te melhores instituições e práticas econômicas — o conjunto descrito pelo denominado Consenso de Washington e, em particular, pelas reformas da “segunda geração” do Consenso de Washington. A posição ortodoxa nesse debate defendeu a necessidade e a conveniência da convergência institucional.² Críticos e progressistas de muitas correntes normalmente contestavam tal convergência.³ Argumentavam que as inovações circunstanciais e cumulativas nos arranjos institucionais que organizam a economia de mercado são possíveis e necessárias. Uma alegação frequentemente apresentada por eles era que uma economia de mercado não poderia ser mais inclusiva — e permitir maior acesso a mais mercados para mais pessoas — sem ser institucionalmente reformulada.⁴

A crise financeira e econômica mundial de 2007 a 2009 deu nova vida a essa disputa. Ela também colocou em evidência aqueles arranjos institucionais que regem as finanças e suas relações com o sistema produtivo.

Antes e depois da crise, uma premissa persistente entre gestores e acadêmicos americanos, mas amplamente não examinada, era a de que os Estados Unidos não seriam um sujeito adequado para esse debate. Embora as autoridades econômicas, políticas e acadêmicas americanas estivessem muitas vezes à frente dos esforços para empurrar aos países em desenvolvimento reformas no estilo das reformas do Consenso de Washington, observa-se que os Estados Unidos têm sido, tradicionalmente, relutantes em seguir seus próprios conselhos. É difícil ver a experiência norte-americana tanto do ponto de vista da ortodoxia institucional quanto da perspectiva de seus críticos. Na área específica das instituições financeiras, o antigo excepcionalismo americano uniu-se às circunstâncias particulares que parecem permitir aos Estados Unidos a isenção de julgamentos e tribulações no centro do debate global. Saliente entre essas circunstâncias, vale destacar, está o domínio americano sobre o que permanece sendo a reserva monetária mundial.

² Para um breve histórico e descrição do Consenso de Washington, veja: WILLIAMSON, John. *What should the World Bank think about the Washington Consensus*. Peterson Institute for International Economics. Jul. 1999.

³ Ver ensaios reunidos em: SERRA, Narcis; STIGLITZ, Joseph E. (Ed.). *The Washington Consensus reconsidered: towards a new global governance*. 2008.

⁴ Consulte os ensaios de: STIGLITZ, Joseph E. Is there a Post-Washington Consensus consensus? e RODRIK, Dani. A practical approach to formulating growth strategies. In: Serra e Stiglitz, *The Washington Consensus reconsidered*, op. cit., p. 309 e 356. Consulte também: LIN, Justin Yifu; MONGA, Celestin. Growth identification and facilitation: the role of the State in the dynamics of structural change. WORLD BANK. *Policy Research Working Paper*, 5313, maio 2010.

A hipótese de trabalho do argumento deste estudo é que temos boas razões teóricas e práticas para considerar os Estados Unidos, para efeitos dos problemas que abordo aqui, como um país normal. A necessidade de abordar questões prementes da reforma e da reorganização financeira oferece mais um motivo (se muitos outros já não existiam) para sacrificar o excepcionalismo americano em nome do experimentalismo americano.

Plano de argumento

Este trabalho desenvolve, como consequência da crise financeira, o contraste entre três projetos de reforma na área de finanças. Contrasto o New Deal, o Current Deal e o Better Deal em relação a cinco dimensões de mudança: cenário institucional básico das finanças; amplitude do cenário institucional através de organizações intermediárias; gerenciamento e prevenção de crise; colocação das finanças a serviço da economia real; e as finanças, na sua definição mais ampla (o que significa tudo o que tem a ver com a relação das finanças com o modelo mais amplo estabelecido de organização e crescimento econômico). Apresento esses contrastes no contexto de uma análise comparativa das origens históricas de nossa experiência atual. O ponto de referência desta análise é nos incentivar e orientar na busca por inovações institucionais úteis.

Uma visão panorâmica do funcionamento do New Deal na área da reforma financeira

Duas tradições progressistas de reforma financeira estão disponíveis nos EUA desde a fundação da República. A primeira é a tradição de opor os pequenos contra os grandes, exemplificada no século XIX pelos esforços do Banco Nacional e pelo desenvolvimento de um sistema nacional de bancos locais.⁵ A segunda tradição progressista de finanças é associada a Teddy Roosevelt e ao FDR. O tema dominante dessa segunda tradição é a aceitação de grandes

⁵ Consulte: JOHNSON, Simon; KWAK, James. *13 Bankers: the Wall Street takeover and the next financial meltdown*. 2010. p. 18-22; REMINI, Robert V. *Andrew Jackson and the bank war*. 1976; TEMIN, Peter. *The jacksonian economy*. 1969.

bancos e do mercado de valores mobiliários, desde que sujeitos à disciplina e ao controle regulatórios.⁶

As reformas financeiras do New Deal são mais bem compreendidas como um exemplo da segunda abordagem regulatória clássica. Elas representam um esforço — não para reduzir as operações bancárias, nos mercados local e global — para manter o financiamento responsável no interesse de uma maior segurança econômica para aqueles que utilizam serviços financeiros, especialmente as operações bancárias. As reformas do New Deal na área de finanças visavam promover esses objetivos limitando os riscos, garantindo os depósitos e promovendo transparência e práticas leais entre mercados financeiros e intermediários, e os grupos aos quais os mercados financeiros e intermediários pretendem atender.⁷

Três principais preocupações inspiraram as reformas do New Deal na área financeira. A primeira preocupação foi o reforço das garantias do indivíduo contra inseguranças: em particular contra os efeitos sobre o indivíduo da principal instabilidade no nível da atividade econômica. O segundo objetivo foi a contenção dos excessos especulativos de financiamento, particularmente em relação ao dinheiro de outras pessoas (ou seja, o uso das economias individuais para alimentar a especulação financeira). A terceira ambição foi a popularização do consumo, principalmente na habitação.

Na promoção desses objetivos, os reformadores foram inventivos na criação de um novo conjunto de agentes, políticas e arranjos. Abordo as principais políticas e arranjos na primeira linha da tabela do Apêndice.

1. Cenário institucional básico

As reformas financeiras do New Deal são mais bem conhecidas por limitar o risco e por regular as principais áreas do sistema financeiro. A reforma estrutural mais celebrada envolveu a separação das operações bancárias entre operações comerciais e de investimento. A principal reforma institucional incluiu a criação do seguro de depósito patrocinado pelo governo federal. Nesse

⁶ Consulte: KENNEDY, David M. *Freedom from fear: the American people in depression and war, 1929-1945*. 1999; RAUCHWAY, Eric. *The Great Depression and the New Deal*. 2008; e RUSSELL, Ellen D. *New Deal banking reforms and keynesian State capitalism*. 2008.

⁷ Para uma visão geral das reformas financeiras do New Deal, consulte: D'ARISTA, Jane. *The evolution of U.S. finance, volume II*. 1994. p. 65-72; Rauchway, *The Great Depression...*, op. cit., supra nota 13; e Russell, *New Deal banking reforms...*, op. cit., supra nota 13.

cenário, os bancos deveriam recolher e preservar o valor dos depósitos segurados. Eles não deveriam se envolver em especulações financeiras de risco, especialmente com o dinheiro de outras pessoas. Os agentes/corretores, fundos de investimentos e outras instituições financeiras não bancárias regulamentadas foram colocados em regimes regulatórios diferenciados e sujeitos ao monitoramento e à supervisão de agências reguladoras independentes.⁸

2. Ampliação do cenário institucional: as entidades semigovernamentais

Um segundo conjunto importante de reformas tratou da criação de uma série de entidades semigovernamentais.

Entre as muitas agências estabelecidas no momento, nenhuma provou ser tão importante quanto a série de agências hipotecárias e instituições auxiliares destinadas a criar um mercado hipotecário nacional. A principal inovação nessa área consistiu na criação de um mercado hipotecário secundário patrocinado pelo governo. No contexto da crise atual, a ideia de crédito específico e de organizações financeiras patrocinadas pelo governo é frequentemente rejeitada de plano. Mas o ceticismo que domina o debate contemporâneo é dirigido mais devidamente para o cenário atual de mercado e arranjos financeiros, e não para as reformas jurídicas e institucionais do New Deal original.

Três diferentes conjuntos de inovações institucionais continuariam essa parte da agenda do New Deal. Um primeiro conjunto incluiu a criação de bancos públicos e fundos de investimentos destinados a facilitar a reestruturação das obrigações da dívida hipotecária. Um segundo conjunto envolveu a criação de uma série de organizações intermediárias, incluindo FHA, Fannie Mae e o Federal Home Loan Banking System (FHLB). Juntas, essas instituições forneceriam o cenário institucional para o mercado hipotecário secundário.

Duas ideias principais motivaram o estabelecimento dessas organizações. A primeira ideia foi criar uma estrutura paralela, mas externa ao governo, que coordenaria a atividade econômica e, nessa medida, substituiria o mercado.

⁸ Consulte: SHILLER, Robert J. *The subprime solution: how today's global financial crisis happened, and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press, 2008, supra nota 2; GREEN, Richard K.; WACHTER, Susan M. The American mortgage in historical and international context. *Journal of Economic Perspectives*, v. 19, n. 4, 2005; e WHEELLOCK, David C. *The federal response to home mortgage distress: lessons from the Great Depression*. Federal Reserve Bank of St. Louis, 2008.

Uma segunda ideia foi usar os poderes do governo para criar um novo mercado, ou novos mercados, aberto a mais pessoas em mais condições.⁹

Havia uma tensão entre essas duas ideias. O segundo conceito era de fato mais inovador do que o primeiro. O problema era que a inovação ocorreu apenas como um enclave que, primeiro, seria isolado e, posteriormente (com o ressurgimento da ideologia financeira primitiva), enfraquecido.

3. *Prevenção e gerenciamento de crise*

Um terceiro conjunto principal de inovações institucionais serviria para fortalecer e ampliar o cenário existente para a política monetária e a regulação financeira. As reformas no sistema bancário do New Deal incluíram dispositivos para a reorganização do Banco Central (criando o Board of Governors of the Federal Reserve e centralizando o poder sobre a política monetária nesse órgão). Uma segunda iniciativa institucional importante consistiu na criação do FDIC: o Federal Depository Insurance Corporation, designado para administrar o novo sistema de seguro de depósitos e para supervisionar e estabilizar o sistema bancário, mudando, preventivamente, para solucionar insolvências bancárias iminentes sob a égide de um novo regime de resoluções especiais.¹⁰

4. *Colocando as finanças a serviço da economia real*

Em cada uma dessas três diferentes áreas, as reformas do New Deal ofereceram expressão concreta para uma ideia sobre finanças que para nós, atualmente, parece radical. Assim, como agora, a ortodoxia reinante presumiu que a relação entre a poupança e o investimento produtivo cuidava de si automaticamente, por meio do funcionamento normal do mercado financeiro e das forças de oferta e demanda.¹¹ As reformas do New Deal derrubaram essa

⁹ Para uma discussão das ideias que dão base às reformas do New Deal, consulte: Kennedy, *Freedom from fear...*, op. cit., supra nota 13; Rauchway, *The Great Depression...*, op. cit., supra nota 13; e BLYTH, Mark. *Great transformations: economic ideas and institutional change in the twentieth century*. 2002.

¹⁰ Consulte: D'Arista, *The evolution of U.S. finance*, op. cit., supra nota 14, p. 358-370; e FDIC. *The first fifty years: a history of the FDIC, 1933-1983*. Washington, 1983.

¹¹ Sobre a natureza e a importância da ortodoxia financeira do momento, consulte: Blyth, *Great transformations...*, op. cit., supra nota 23.

ideia, atacando-a diretamente (por exemplo, o famoso discurso inaugural do FDR e sua referência à condução dos “cambistas do tempo”) e mediante a aplicação de uma série de reformas práticas destinadas a coibir a especulação, promover a negociação justa e estabelecer um sistema nacional de bancos locais para canalizar a poupança para as comunidades locais, a fim de promover o acesso a determinadas formas de consumo vitais para a segurança e independência econômica (por exemplo, casa própria).¹²

5. Da regulação à reorganização

A contrapartida dessa nova filosofia das finanças foi um novo sistema de regulação financeira. Tal sistema foi projetado para cumprir duas funções principais, além da função, agora clássica, de regulação prudente. No setor de financiamento imobiliário e de hipoteca, a regulação financeira do New Deal ajudaria a estabelecer diretrizes uniformes para a concessão de hipotecas residenciais e para sua venda para o mercado secundário. Na área de instituições de poupança e de outras instituições depositárias, a recém-aprovada legislação financeira criaria a estrutura institucional para a mobilização de poupanças locais e para a canalização dessas poupanças em novas formas de financiamento comerciais e ao consumidor.

6. Observações gerais

Cada uma das políticas e dos arranjos descritos acima podem ser vistos a partir de duas perspectivas. De acordo com a visão convencional, as reformas do New Deal são mais bem compreendidas como um esforço para responder a uma série de falhas localizadas de mercado. Essas falhas podem ser, se essa responsabilidade for aceita, o resultado de um número qualquer de uma série de “erros políticos” localizados. Vista à luz desta perspectiva, a história das reformas do New Deal é um relato de reparação, mais ou menos bem-sucedida, das falhas do mercado.¹³

¹² Consulte: Shiller, *The subprime solution...*, op. cit., supra nota 2; Green e Wachter, *The American mortgage in historical and international context*, op. cit., supra nota 17; e Wheelock, *The federal response...*, op. cit., supra nota 18.

¹³ Consulte: D’Arista, *The evolution of U.S. finance*, op. cit., supra nota 10, p. 65-68; e BERNANKE, Ben S. *Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression*. In: *Essays on the Great Depression*. 2000.

Mas ainda há uma segunda perspectiva a partir da qual é possível visualizar a agenda do New Deal. De acordo com essa segunda perspectiva, as reformas do New Deal não devem ser compreendidas meramente como um esforço para regular os mercados financeiros, mas também como uma tentativa de reorganizar mercados financeiros a serviço de três interesses e ideias relacionadas: (1) segurança econômica para o indivíduo e para o proprietário (manifesta, sobretudo, nos programas de seguridade social e no mercado de hipotecas do New Deal); (2) estabilidade financeira; e (3) estreitamento da ligação entre finanças e economia real.¹⁴

Do ponto de vista dessa segunda perspectiva, as reformas do New Deal tiveram êxito em alguns aspectos, mas falharam em outros. Elas tiveram mais sucesso quando procuraram inovar na organização institucional da economia de mercado a serviço de uma maior segurança em relação a determinadas formas de risco econômico (por exemplo, falências bancárias) e maior acesso a determinadas formas de consumo vital para a segurança e independência econômica (por exemplo, casa própria).

Elas tiveram menos sucesso em duas outras áreas que se tornaram de suma importância atualmente. O primeiro desses interesses suprimidos é a mobilização mais eficaz de poupanças de longo prazo para investimento produtivo de longo prazo. A segunda omissão importante é a falha em buscar inovações nos arranjos institucionais e nas políticas públicas capazes de ampliar o acesso às oportunidades econômicas.

Nenhuma limitação era intransponível. Na verdade, a própria lógica de consumo de massa eventualmente implicaria a necessidade de algo mais — maior crescimento com inclusão social como o tema dominante de um projeto de reforma.

Tais movimentos, no entanto, não foram realizados. Em vez disso, uma série de mudanças no período pós-guerra desordenou as reformas do New Deal (veja discussão na próxima seção). Junto com as mudanças na economia global (incluindo o acúmulo de desequilíbrios no comércio e a reutilização de reservas de superávit para países deficitários), a reversão das reformas do New Deal armou o palco para o retorno da instabilidade financeira e da insegurança econômica, culminando na crise financeira de 2007 a 2009.

¹⁴ Consulte: Shiller, *The subprime solution...*, op. cit., supra nota 2, e Russell, *New Deal banking reforms...*, op. cit. supra nota 13.

Um resumo do Current Deal

Consideremos a seguinte transformação do cenário financeiro do New Deal e a contribuição dessa transformação na crise financeira de 2007 a 2009. Divido essa discussão em duas partes. A primeira parte descreve a série específica de etapas envolvidas na reversão, nas últimas décadas do século XX, da agenda do New Deal.¹⁵

A segunda parte descreve a resposta do governo dos EUA à crise — tanto as iniciativas de emergência, que tiveram início no final de 2008, quanto o cenário proposto para a reforma regulatório-financeira que agora (em meados de 2010) tramita no Congresso.

Ambas as sequências da reformas refletem um conjunto distinto de ideias. Podemos nos distanciar das ideias e dos arranjos, exibindo conjuntamente as duas séries de propostas de reforma.

Reversão da agenda do New Deal e a crise financeira de 2007-09

A partir da década de 1970, quatro tendências convergentes contribuiriam para a reversão da agenda do New Deal. Duas dessas tendências foram estruturais: envolveram uma mudança básica no cenário institucional das finanças. Outras duas tendências foram funcionais: produziram mudanças na operação do sistema financeiro. Juntas, essas quatro tendências levariam, a serviço de finanças especulativas, a um esvaziamento da agenda do New Deal.¹⁶

Seguindo o cenário apresentado acima, podemos resumir as mudanças institucionais essenciais da seguinte forma:

1. Enfraquecimento das restrições ao financiamento e a ascensão de um sistema bancário paralelo

A estrutura jurídica para regulação das finanças foi progressivamente dilacerada a partir da década de 1970. Esse esvaziamento ocorreu em duas ondas.

¹⁵ É amplamente reconhecido que esses acontecimentos nacionais interagiram com o sistema de déficit do comércio internacional e com os enormes desequilíbrios entre as principais economias que surgiram nas décadas seguintes ao colapso do regime de Bretton Woods em agosto de 1971.

¹⁶ Consulte: Duncan, *supra* nota 30; Dodd, *supra* nota 20; e WILMARTH JR., Arthur E. *The transformation of the U.S. financial services industry, 1975-2000: competition, consolidation, and increased risks*. 2002 *U. Ill. L. Rev.* 215, 2002.

A primeira onda foi o surgimento das instituições financeiras livres das restrições do New Deal. Exemplos incluem os fundos mútuos de aplicação no mercado financeiro, instituições financeiras reguladas superficialmente e um crescente mercado de títulos negociáveis.¹⁷

A segunda onda consistiu na racionalização e na atualização do sistema que surgiu a partir do aparecimento de bancos e mercados financeiros relativamente não regulados em um cenário generalizado de dualismo regulatório. Por dualismo regulatório quero dizer um enfoque para a regulação das finanças que faz distinção entre um setor de finanças densamente regulamentado e outro parcamente regulado.¹⁸

Exemplos incluem: (a) uma nova geração de intermediários financeiros não bancários (ou seja, canais, instrumentos especiais, além de fundos de *hedge* e empresas de *private equity*); (b) instrumentos próprios de securitização (*private-label securitization*), cada vez mais concentrados em crédito estruturado complexo e operações com instrumentos derivados (ou seja, CDOs e CDSs com base na partilha e na divisão dos riscos reais e sintéticos); e (c) o desenvolvimento de novos recursos e mercados de financiamento fora do setor bancário tradicional (ou seja, vendas de CDs por atacado; fundos federais; retomada de terceiros; títulos ARS; e títulos negociáveis garantidos).

A distinção entre finanças muito reguladas e mal reguladas, tradicionalmente, tem sido justificada por duas ideias: (1) a ideia de que os profissionais do setor e indivíduos de alta renda (ou seja, os habitantes do setor pouco regulamentado) podem cuidar de si mesmos; e (2) a ideia de que o setor mal regulamentado representa pouco ou nenhum risco para o setor muito regulamentado, incluindo, por exemplo, a continuidade do sistema de pagamentos ou qualquer outra função essencial do sistema bancário e financeiro formal.

O problema, no entanto, é que nenhuma suposição é correta. A assunção excessiva de riscos ocorreu em escala maciça nos setores muito e pouco regulados nos anos que antecederam a crise financeira. O dualismo regulatório providenciou o contexto e a ocasião para essa assunção de risco em escala ma-

¹⁷ Consulte: D'ARISTA, Jane; SCHLESINGER, Tom. *The parallel banking system*. Economic Policy Institute Briefing Paper, 1993; e MINSKY, Hyman P. The emergence of financial instability in the postwar period. In: *Stabilizing an unstable economy*, 1986.

¹⁸ Consulte: CALOMIRIS, Charles W. *The regulatory record of the greenspan fed*. Documento preparado para a 2006 American Economic Association; TARULLO, Daniel K. *Financial regulation in the wake of the crisis*. Palestra no Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 8 jun. 2009; e BERNANKE, Ben S. *Housing, housing finance and monetary policy*. Palestra no Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 ago. 2007.

ção, criando condições para a arbitragem regulatória e a violação das regras de venda por atacado.¹⁹

Para estudiosos e observadores da crise financeira, os arranjos descritos acima são, até agora, facilmente reconhecíveis. A visão convencional interpreta essas tendências como a resposta espontânea à crescente complexidade e sofisticação.²⁰ Por outro lado, este relato sugere uma perspectiva completamente diferente. Quanto mais de perto observamos a trajetória real da reforma, mais claramente conseguimos ver que o que aparece em primeiro lugar como “inovação financeira espontânea” é, frequentemente, na verdade, um produto de escolha política materializada como direito (e concebido contra um contexto de ideias disponíveis no momento, mas sujeitas a um processo contínuo de crítica e transformação).²¹ Consideremos, por exemplo, o surgimento do sistema bancário paralelo descrito nos parágrafos anteriores. De acordo com a visão convencional, o colapso da estrutura da regulação financeira do New Deal e o surgimento do sistema bancário paralelo a partir da década de 1970 foram inevitáveis, dado o desenvolvimento nas economias americana e mundial. Com o colapso de Bretton Woods e o aumento da escala, complexidade e turbulência que caracterizam os mercados locais e global, os esforços para auxiliar e dar suporte aos bancos locais, limitando taxas e restringindo a concorrência, estavam fadados ao fracasso.

No entanto, seria errado concluir desses fatos por si só que a deterioração do sistema bancário tradicional era inevitável, ou que a ascensão do sistema bancário paralelo foi o resultado de inovação financeira espontânea, impulsionada por necessidades práticas irresistíveis. Sem o suporte e o patrocínio do governo, nenhuma mudança teria ocorrido. Por exemplo, o governo (nesse caso, o SEC) colaborou com a indústria no desenvolvimento de novos veículos de poupança além do sistema bancário tradicional.²² Isso permitiu, através

¹⁹ Consulte: FISHER, Peter R. What happened to risk dispersion. Banque de France. *Financial Stability Review — Special issue on liquidity*, n. 11, fev. 2008; BRUNNERMEIR, Markus K. Deciphering the 2007-2008 liquidity and credit crunch. 23 *Journal of Economic Perspectives*, n. 1, Winter 2009; e D’Arista, *The evolution of U.S. finance*, op. cit., supra nota 33 (discutindo o papel da arbitragem regulatória na mudança do sistema bancário para mercados a partir dos anos 1970).

²⁰ Consulte: GORTON, Gary. *Slapped in the face by the invisible hand: banking and the panic of 2007*. Preparado para o Federal Reserve Bank of Atlanta’s 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis. Maio 2009; e GEITHNER, Timothy F. *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*. Observações no Economic Club of New York. Jun. 2008.

²¹ Consulte Blyth, *Great transformations...*, op. cit., supra nota 23.

²² Consulte: GORDON, Jeffrey N. *Letter to the SEC on Money Market Fund Reform*. Enviado em resposta à solicitação do SEC para comentários sobre as Regras de Reforma do Mercado Financeiro anunciada na publicação n. IC-28807, set. 2009 (mencionando a colaboração entre o SEC e os

de um processo de abstenção regulatória, que as instituições financeiras não bancárias se formassem e competissem com o sistema bancário tradicional.²³ Além disso, o governo federal incentivou os bancos oficiais a oferecer proteção de entidade financiadora de última instância para todo o sistema financeiro paralelo (por exemplo, através da provisão de carta de crédito não incluída no balanço e outras formas de proteção dos instrumentos de liquidez), facilitando, ao mesmo tempo, o surgimento de um e a queda de outro (junto com o esvaziamento da agenda financeira do New Deal).²⁴

Três pontos surgem a partir da revisão ainda mais superficial desses acontecimentos. O primeiro ponto a observar é seu caráter historicamente contingente. Nem a flexibilização do regime regulamentar do New Deal, nem as reformas pós-New Deal podem ser representadas de modo plausível como inferências, implicações ou requisitos da concepção abstrata de um sistema financeiro orientado pelo mercado.

Segundo, nem mesmo a resposta programática como um todo — nem seus muitos detalhes jurídicos e arranjos institucionais — constituiu um sistema coerente. A estrutura emergente das finanças americanas e a regulação financeira não continham doutrina única ou princípio da reforma. Em cada domínio da política financeira e da regulação, era fácil imaginar uma série de alternativas jurídicas em pequena escala e reformas institucionais, partindo de diversos graus de políticas e arranjos estabelecidos.²⁵

Terceiro, embora tais arranjos não formassem um sistema coerente, eles claramente influenciaram na formação da estrutura e no desenvolvimento das finanças dos EUA no período pós-guerra. Observamos isso no desenvolvimento do setor bancário paralelo. Muitas das inovações financeiras descritas anteriormente acima são incompreensíveis fora do regime jurídico e institucional adotado no período pós-guerra.²⁶

mercados participantes no desenvolvimento dos fundos mútuos de aplicação no mercado financeiro nos anos 1970 como uma alternativa para depósitos bancários). Consulte também: Minsky, *The emergence...*, op. cit., supra nota 33 (discutindo o papel do governo no desenvolvimento de muitos produtos financeiros diferentes durante a década de 1970).

²³ Consulte: Gordon, *Letter to the SEC...*, op. cit., supra nota 38, D'Arista e Schlesinger, *The parallel banking...*, op. cit., supra nota 33, e Geithner, *Reducing systemic risk...*, op. cit., supra nota 36.

²⁴ Consulte: Gordon, *Letter to the SEC...*, op. cit., supra nota 38, D'Arista e Schlesinger, *The parallel banking...*, op. cit., supra nota 33.

²⁵ Consulte: Bernanke, *Housing, housing finance and monetary policy*, op. cit., supra nota 18, e Green e Wachter, *The American mortgage in historical and international context*, op. cit., supra nota 8.

²⁶ Consulte: Bernanke, *Housing, housing finance and monetary policy*, op. cit., supra nota 21, e Green e Wachter, *The American mortgage in historical and international context*, op. cit., supra nota 33.

2. Reorganização do sistema de financiamento hipotecário patrocinado pelo governo: GSEs e outras entidades semigovernamentais

Este ponto torna-se cada vez mais óbvio quando consideramos o desenvolvimento do sistema bancário paralelo em relação à reorganização do mercado hipotecário. A racionalização e a extensão do sistema bancário paralelo foram reciprocamente associadas à reorganização radical do único mercado hipotecário americano.²⁷

Assim como o desenvolvimento do sistema bancário paralelo, a transformação do mercado hipotecário ocorreu em duas etapas. A primeira etapa consistiu na reestruturação das agências hipotecárias patrocinadas pelo governo federal e na introdução da securitização dos grupos hipotecários patrocinados pela GSE.²⁸

A segunda etapa envolveu o desenvolvimento de instrumentos próprios de securitização (*private-label securitization*), isto é, um sistema paralelo para a origem, agrupamento e securitização de hipotecas imobiliárias que não cumpriram com as normas estabelecidas no segmento GSE do mercado (por isso, o nome mercado hipotecário *subprime*).²⁹

Críticos recentes da securitização concentraram-se nas diversas imperfeições de mercados diferentes e nas deficiências regulatórias supostamente inerentes à securitização. Assim, uma série de alegações é feita repetidamente: Por exemplo, que essa securitização seria intrinsecamente frágil, devido a problemas de risco moral, de informações assimétricas, ou de conflito de interesses e captura regulatória por parte das agências de classificação organizadas pelo setor privado, que fornece uma análise a pedido dos patrocinadores do programa.³⁰

²⁷ Consulte: ADRIAN, Tobias; SHIN, Hyun Song. The shadow banking system: implications for financial regulation. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 382, 2009; e ADRIAN, Tobias; SHIN, Hyun Song. Financial intermediation, financial instability and monetary policy. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 346, 2008.

²⁸ Consulte: Bernanke, *Housing, housing finance and monetary policy*, op. cit., supra nota 34 e Dodd, supra nota 20.

²⁹ Consulte: Dodd, supra nota 20; D'ARISTA e Schlesinger, *The parallel banking system*, op. cit., supra nota 17; e GRAMLICH, Edward M. *Subprime mortgages: America's latest boom and bust*. 2007.

³⁰ Consulte: Bernanke, *Housing, housing finance and monetary policy*, op. cit., supra nota 34; The Turner Report, supra nota 1; D'ARISTA, Jane. *Systemic regulation, prudential matters, resolution authority and securitization*. Statement before the House Committee on Financial Service, 29 out. 2009.

Sem dúvida, muitas dessas afirmações são válidas. Porém, não consideram as experiências muito diversas de securitização nas duas situações históricas diferentes, nem a grande influência de práticas e arranjos jurídicos e institucionais radicalmente contrastantes.³¹

Não havia nenhuma razão intrínseca para os novos mercados de risco de crédito cederem para o desenvolvimento dessa maneira. Afinal, os bancos responsáveis pela grande maioria desses comércios estavam juridicamente autorizados a participar nos mercados de securitização e de derivativos como parte das atividades bancárias comuns. No entanto, o regime jurídico e regulatório emergente criou a oportunidade e os incentivos para desenvolver esses mercados no setor bancário paralelo. Apenas com o tempo o país perceberia as consequências dessa mudança e o efeito que teria em todo o sistema financeiro.³²

3. Declínio da intermediação financeira baseada nos bancos tradicionais

Duas principais consequências surgiram desses acontecimentos. A primeira foi o declínio na tradicional intermediação financeira baseada nos bancos. A partir da década de 1980, o modelo de negócios dos principais bancos comerciais dos EUA mudaria. Fustigados pelas tendências descritas anteriormente (por exemplo, securitização hipotecária, perda de depósitos para fundos mútuos de aplicação no mercado financeiro, perda da base de clientes corporativos primários para o mercado de títulos negociáveis), cada vez mais os bancos dos EUA adotam o modelo de negócios de seus concorrentes: ênfase crescente na negociação por conta própria e na tomada de decisões em mercados de títulos e derivativos; criação e securitização de hipotecas e outros ativos financeiros padronizados; e o fornecimento de liquidez e de ferramentas de gestão de risco para o participante no mercado paralelo.³³

³¹ Consulte: Dodd, supra nota 20; Bernanke, *Housing, housing finance and monetary policy*, op. cit., supra nota 34; e Green e Wachter, *The American mortgage in historical and international context*, op. cit., supra nota 33.

³² Consulte: Fisher, *What happened to risk dispersion*, op. cit., supra nota 35; Geithner, *Reducing systemic risk...*, op. cit., supra nota 36; KRUGMAN, Paul. *The return of depression economics and the crisis of 2008*. 2009.

³³ Consulte: D'Arista, supra nota 46; Wilmarth, *The transformation...*, op. cit., supra nota 32; e EDWARDS, Franklin R.; MISHKIN, Frederic S. *The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy*. *Federal Reserve Bank of New York Policy Review*, jul. 1995.

4. A importância crescente dos mercados de capital na intermediação de crédito e na atividade dos mercados financeiros em geral nos Estados Unidos

A contrapartida ao declínio da tradicional intermediação financeira baseada nos bancos foi o aumento do papel dos mercados de capital na intermediação de crédito e na atividade do mercado financeiro, de modo mais geral, nos Estados Unidos. Conforme os novos mercados e arranjos se estabeleceram, os mercados de capital se tornariam líderes do setor de financiamento, superando, bem como afastando os bancos que uma vez serviram como o coração do mercado hipotecário.³⁴

5. Observações gerais

Para os teóricos de finanças comparativas, essa mudança de “operações bancárias” para “mercados de capital” tem sido vista frequentemente como parte de uma tendência natural de evolução em que instituições (ou empresas, no sentido da teoria econômica) estão crescentemente sendo substituídas por mercados cada vez mais perfeitos.³⁵ Descritivamente, seria verdade afirmar que muitos empréstimos tradicionais e instrumentos financeiros antes originados e mantidos pelos bancos — nos Estados Unidos — foram transferidos para os mercados financeiro e de capital. No entanto, a ideia de que os mercados estavam substituindo os bancos e, através dessa substituição, contribuindo para um processo de difusão de risco socialmente ideal estava errada em vários aspectos.

(1) Primeiro, não havia razão para acreditar que as novas formas de financiamento fossem mais, em vez de menos, eficientes do que aquelas substituídas. O aprofundamento financeiro associado às tendências descritas anteriormente não deve ser compreendido como um sinal de uma alocação de recursos mais eficiente para oportunidades na economia real. Ao contrário, a

³⁴ Consulte: Adrian e Shin, *The shadow banking...*, op. cit., supra nota 43; e Adrian e Shin, *Financial intermediation...*, op. cit., supra nota 43.

³⁵ Esta tem sido a visão dominante entre os teóricos acadêmicos de finanças, pelo menos até a crise atual. Consulte, por exemplo: Turner, *Cass Lecture*, supra nota 2; Bernanke, *Housing, housing finance and monetary policy*, op. cit., supra nota 20; e RAJAN, Raghuram G. *Has financial development made the world riskier?* *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, ago. 2005.

atração da poupança para fins lucrativos, criando oportunidades fornecidas pela transação financeira especulativa, estaria cada vez mais desvinculada das oportunidades na economia real.³⁶

(2) Segundo, geralmente se entende que o investimento por conta própria — e outras formas de atividade do mercado de capital — é inerentemente arriscado. No contexto, no entanto, do novo mercado paralelo, o grau de risco das negociações especulativas seria ampliado em três aspectos. Primeiro, transações especulativas no mercado paralelo existiam além do fornecimento de “segurança e solidez” do setor bancário oficial.³⁷ Segundo, como muitos já apontaram, o financiamento para atividades comerciais se baseou em empréstimo em curto prazo no mercado atacadista. Em terceiro lugar, o comércio estava impulsionando cada vez mais o enorme crescimento de crédito (ou seja, influência econômica) disponível para o setor financeiro.³⁸

(3) Duas outras características do ajuste institucional agravariam o problema de crescimento do risco sistêmico. Em primeiro lugar, todo o sistema bancário paralelo acabou interrompido pelo setor bancário oficial.³⁹

Segundo, o setor bancário oficial (ou seja, as instituições depositárias tradicionais e garantidas, incluindo bancos comerciais) era por si só dependente das garantias do governo, seja na forma explícita de entidade financiadora em última instância, ou pela existência de uma garantia implícita, fornecidas em razão de que tais seriam “grandes demais para falir”.⁴⁰

O resultado líquido seria a crise que nos assola. Se o relato esquemático apresentado nas páginas anteriores estiver correto, não podemos compreender de modo adequado as causas desta crise, ou suas implicações para a reforma atual, na linguagem dos ajustes espontâneos das forças do mercado. Em vez disso, a explicação da crise deve dar um lugar de destaque para as quatro

³⁶ Consulte: D’Arista, Testimony, supra nota 46; e D’ARISTA, Jane. U.S. debt and global imbalances. *Political Economy Research Institute Working Paper Series*, n. 136, maio 2007; Turner, Cass Lecture, supra nota 2; e UNCTAD, *The Global Economic Crisis*.

³⁷ Consulte Gorton, *Slapped in the face...*, op. cit., supra nota 36; Brunnermeier, *Deciphering...*, op. cit., supra nota 35; e Geithner, *Reducing systemic risk...*, op. cit., supra nota 36.

³⁸ Consulte: Turner, Cass Lecture, supra nota 2; e D’Arista, Testimony, supra nota 46.

³⁹ O setor bancário paralelo contou, explícita e implicitamente, com a provisão de crédito e o suporte à liquidez das instituições bancárias comerciais. Consulte: D’Arista, *The parallel banking...*, op. cit., supra nota 33; e Minsky, *The emergence...*, op. cit., supra nota 33.

⁴⁰ Consulte: TARULLO, Daniel K. *Towards an effective resolution regime for large financial institutions*. Remarks at Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States, 18 mar. 2010; TARULLO, Daniel K. *Confronting too big to fail*. At the Exchequer Club, Washington, DC. 21 out. 2009; Johnson e Kwak, *13 Bankers...*, op. cit.; supra nota 12; e Wilmarth, *The transformation...*, op. cit., supra nota 32.

tendências descritas anteriormente. Juntas, elas levariam ao esvaziamento do cenário de arranjos do New Deal para a governança das finanças, que cada vez mais estão a serviço do capital especulativo.

A resposta do governo dos EUA à crise financeira: o Current Deal

Nessas circunstâncias, pelo menos duas alternativas estratégicas de resposta estavam disponíveis para os EUA e para outros governos. Essas reações fariam eco às duas perspectivas destacadas na seção anterior. Uma abordagem — aquela que, de fato, prevaleceu até hoje — trataria a crise como uma interrupção ou uma ameaça, mas nunca como uma oportunidade de transformação. Tal abordagem identificaria a origem dos problemas como uma série de falhas localizadas de regulação e de mercado em vez de enxergar a crise e essas falhas como uma expressão dos problemas mais profundos sobre finanças e a economia real, bem como sobre a base social do crescimento econômico.⁴¹ Como consequência, suas preocupações dominantes e até mesmo exclusivas seriam o resgate ou recuperação de instituições financeiras que faliram ou estão falindo, a eliminação de seus “ativos tóxicos”, a regulação das finanças e a adoção de política monetária expansionista e, sobretudo, de política fiscal. Vamos chamar essa abordagem de resgate e regulação. Seu ponto central seria ver que a crise passou o mais rápido possível. O melhor agora seria voltar aos negócios normalmente.

A outra abordagem seria começar de onde o New Deal parou. Isso preservaria e estenderia a ênfase na reforma estrutural, na inovação nos arranjos destinados a mobilizar poupanças de longo prazo para investimentos produtivos de longo prazo e desenvolveria práticas e instituições úteis para a melhoria das capacidades produtivas da nação, e não apenas para os interesses das altas finanças. Vamos chamar essa abordagem de reconstrução institucional.⁴²

⁴¹ Essa tem sido a visão predominante entre os políticos dos EUA desde o início da crise financeira. Consulte, por exemplo: SUMMERS, Laurence H. *Financial stability: retrospect and prospect*. Remarks at the Stanford Institute for Economic Policy Research, 12 mar. 2010; e GEITHNER, Timothy F. *Causes of the financial crisis and the case for reform*. Testimony before the Financial Crisis Inquiry commission, 6 maio 2010.

⁴² Para exemplos dessa ideia nos EUA, consulte: PHELPS, Edmund S.; TILMAN, Leo M. Wanted: a first national bank of innovation. *Harvard Business Review*, jan./fev. 2010; Shiller, *The subprime solution*, op. cit., supra nota 2; e Stiglitz, *The Washington Consensus...*, op. cit., supra nota 2. A visão

Essa segunda abordagem, ainda não experimentada, não teria sido uma panaceia. O esforço para imaginar e criar novos mercados financeiros revelar-se-ia, inevitavelmente, controverso e provocaria oposição política e econômica, bem como um debate ideológico. Mas, apenas enfrentando as dificuldades inerentes à experimentação econômica e financeira, o país teria alguma chance de trilhar um caminho alternativo capaz de reagir à crise imediata e de reduzir os riscos de novas crises.

Mas o governo não fez isso. Em vez disso, seguiu a linha de resgate e regulação. Optou por uma série de esforços que o fez cair diretamente na primeira alternativa, confirmando o que deveria ter rejeitado e continuando no caminho da redução de oportunidades, de inovações e de crescimento.

Tudo isso é visto claramente a partir das políticas e arranjos resumidos na segunda linha do Apêndice. Assim como na seção anterior, podemos representar o caminho da reforma do governo através de políticas específicas e arranjos adotados em cada uma das cinco diferentes áreas:

1. Arranjos institucionais básicos

A resposta do governo à crise financeira consistiu em um resgate do sistema bancário (especialmente o maior segmento financeiro, Wall Street). O governo federal executou esses resgates sem adquirir participação decisiva nas principais instituições financeiras ou forçar uma mudança fundamental na maneira como elas negociam. Ao mesmo tempo, os bancos pequenos foram deixados falir. Ademais, o governo pouco fez para reforçar as capacidades da rede nacional de pequenos bancos locais, muito embora esses bancos representem o ativo mais distinto do país na organização das finanças.⁴³

Defensores do programa financeiro governamental de resgate e regulação foram rápidos em apontar que tais iniciativas, embora desagradáveis, foram

é muito mais comum fora dos Estados Unidos. Consulte, por exemplo: Turner, Cass Lecture, *supra* nota 2; Lin e Monga, *Growth identification...*, *op. cit.*, *supra* nota 10; e UNCTAD. *The Global Economic Crisis*, *supra* nota 52.

⁴³ Consulte: CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL. *July oversight report: small banks in the capital purchase program*. 14 jul. 2010; CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL. *December oversight report: taking stock: what has the troubled asset relief program achieved?* 9 dez. 2009. Para uma discussão detalhada da resposta da política do governo à crise, incluindo uma descrição do conteúdo, caráter e magnitude de diferentes componentes do TARP e de outros programas, consulte: SIGTARP. *Initial report to Congress*. 6 fev. 2009; e o mais recente, SIGTARP. *Quarterly report to Congress*, 21 jul. 2010.

necessárias por causa das condições extraordinárias presentes no momento, e que o único objetivo da intervenção pública foi a estabilização e a restauração do sistema de mercado autorregulado. Mas é equivocada a alegação de que o governo federal não se beneficiou em nada para desenvolver as alternativas, ou que a alternativa escolhida foi moldada por limitações intransponíveis. Na verdade, a política do governo foi, em muitos aspectos, uma resposta corajosa e surpreendente à crise. O problema não era que o governo não tinha margem para manobras, mas que ele a utilizou, com pouca discussão ou debate prévio sobre os termos do pacote, para resgatar algumas das maiores instituições financeiras do país e sem questionar se outros segmentos do setor financeiro poderiam ser mais merecedores do apoio financeiro.

Nesse esforço, muitas ferramentas políticas criativas foram implementadas. Tais ferramentas incluíam injeções de capital, recompra de dívidas, subsídios e garantias de empréstimo oferecidas pelo Tesouro, pelo Federal Reserve e pelo FDIC.⁴⁴

2. GSEs e outras organizações intermediárias

O enfoque do governo nas GSEs se assemelhou, em muitos aspectos, ao tratamento dado ao setor bancário. As GSEs foram colocadas em concordata em setembro de 2008, sem, entretanto, sofrer qualquer reversão fundamental dos acontecimentos posteriores ao New Deal que as havia tornado, juntamente com todo o mercado hipotecário secundário, subservientes à especulação financeira. O governo usou o mesmo enfoque na área de habitação e na execução de hipotecas. Muitas iniciativas diferentes contra a execução de hipoteca seriam lançadas em um esforço para manter as pessoas em suas casas, sem, entretanto, colocar em dúvida as modalidades vigentes no mercado hipotecário. Tampouco o governo adotou uma única linha decisiva de ação que fizesse, com a mesma generosidade de auxílio que teve com os grandes bancos, qualquer coisa comparável para os pequenos proprietários de imóvel.⁴⁵

⁴⁴ Consulte Sigtarp, *Initial report to Congress*, op. cit.; Id. *Quarterly report to Congress*, op. cit.; e Congressional Oversight Panel, *December oversight Report*, op. cit., supra nota em 59.

⁴⁵ Para um revisão dos esforços de mitigação da execução de hipoteca do governo, consulte: CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL. *An assessment of foreclosure mitigation efforts after six months*, 9 out. 2009.

Na trilha da crise financeira, as GSEs de habitação tornaram-se, novamente, um tema de debate acalorado. Nesse debate, muitas posições diferentes eram sustentadas pelas autoridades públicas, bem como por acadêmicos. Alguns insistiam na eliminação total ou liquidação de instituições financeiras patrocinadas pelo governo, seja na área de habitação ou em qualquer outro setor. Pelo menos alguns na administração pública reconheceram o valor das organizações semigovernamentais no contexto da crise financeira.⁴⁶ Entretanto, sem um discurso mais vibrante de alternativas institucionais, o esforço para preservar e promover a GSE como um agente de aprofundamento e democratização do mercado enfrentou dificuldades em avançar.

3. Prevenção e gerenciamento de crise

Entre todas as iniciativas realizadas pelo governo na sequência da crise financeira, nenhuma foi tão ousada ou criativa quanto os esforços do FED para detê-la. Atuando sob a égide de seu novo programa de “alívio quantitativo,” o FED, efetivamente, inovou e agiu em uma escala heroica para evitar o colapso da moeda e do crédito.⁴⁷

No entanto, mesmo quando tudo for dito e feito, há um problema. Na concepção e no desenvolvimento desses vários programas, especialmente o programa de alívio quantitativo, o governo (e, mais especificamente, o Banco Central) agiu de forma tão ousada e criativa quanto qualquer outro governo americano agiu nos últimos 30 anos em relação à governança das finanças. Ainda que a mesma ousadia e criatividade pudessem ter sido utilizadas de muitas outras maneiras.

⁴⁶ Fannie and Freddie provaram seu valor no contexto da crise financeira oferecendo (a) um contrapeso ao colapso da securitização de marca privada; e (b) um instrumento no esforço do governo para evitar execução de hipoteca através da reestruturação e do refinanciamento de obrigações de dívida hipotecária. Esse fato não passou despercebido. Consulte, por exemplo: BERNANKE, Ben S. *The future of mortgage finance*, supra nota 21; e o ministro GEITHNER, Timothy. *Written testimony before the House Committee on Financial Services*, 23 mar. 2010. Consulte também: FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY. *Conservator's report on the enterprises' financial performance*, 26 ago. 2010.

⁴⁷ Este ponto foi amplamente compartilhado, mesmo pelos críticos da administração atual. Para uma discussão sobre o uso não convencional da política monetária do FED durante as crises, consulte: BERNANKE, Ben S. *Federal reserve policies in the financial crisis*. Palestra ministrada na Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, 1º dez. 2008; e Id. *The crisis and the policy response*. Speech delivered at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, 13 jan. 2009.

Assim, o sucesso do governo em evitar que a crise se tornasse ainda pior reflete, na melhor das hipóteses, apenas o sucesso parcial. A parte que resta a ser feita é, em muitos aspectos, a parte mais importante: a prevenção de crises através do reforço dos vínculos entre finanças e economia real, bem como por meio da retirada dos incentivos à especulação financeira desvinculados da economia real.⁴⁸

4. Colocando as finanças a serviço da economia real

Quase nada foi feito, ou mesmo concebido, para avançar no espectro da nova regulação das finanças para reformulação da relação entre as finanças e a economia real. As poucas exceções aparentes confirmam a regra.

A ajuda às pequenas empresas — a parte mais importante da economia no que se refere à geração de empregos, produção e potencial — tem sido modesta.⁴⁹ Acima de tudo, essa ajuda tem sido destinada exclusivamente à recuperação da atividade econômica, como parte do estímulo fiscal. Nenhuma consideração foi reservada aos caminhos pelos quais as formas pré-fordistas de produção podem, com o apoio do governo, estar mais próximas da linha de frente das formas pós-fordistas de produção, flexíveis e inovadoras. Esse esforço exigiria uma reinvenção fundamental da política industrial, não como uma prática de “escolher os vencedores”, mas, sim, como uma prática de propagação das experiências locais bem-sucedidas e, sobretudo, de abertura de acesso ao crédito, à tecnologia, ao conhecimento e à prática avançada.⁵⁰

O ativo financeiro mais importante do país — sua incomparável rede de bancos locais, uma herança do século XIX — tem sido em grande parte abandonado, apesar dos gestos ocasionais e modestos para reduzir os juros, enquanto o governo tem optado por concentrar sua atenção e seus favores em um punhado de instituições financeiras gigantescas. Essa seletividade perversa tem sido incentivada pelo discurso de “risco sistêmico”.

⁴⁸ Consulte a discussão.

⁴⁹ Consulte: CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL. *May oversight report, the small business credit crunch and the impact of the TARP*, 12 maio 2010; e Id. *December oversight report, taking stock: what has the troubled asset relief program achieved?*, 9 dez. 2009.

⁵⁰ Para uma discussão desse tema em um contexto de mercado emergente, consulte os ensaios no volume, *Post- Washington Consensus*, supra nota 9. Consulte também muitos dos casos de estudo incluídos em: RODRIK, Dani (Ed.). *In search of prosperity: analytic narratives on economic growth*. 2003.

A miopia dessa abordagem é realmente surpreendente quando consideramos a importância dos bancos locais e regionais do país para o projeto maior de recuperação e revitalização econômica. É amplamente reconhecido que os Estados Unidos enfrentam atualmente duas tarefas simultâneas de reconstrução econômica e industrial. A primeira tarefa é acelerar e ampliar os incentivos para além das formas tradicionais de produção em massa. A segunda tarefa é transportar o mundo de pequenas e médias empresas, subcapitalizadas e atrasadas, para a vanguarda de inovações. Essa passagem, contudo, é impossível sem a reconstrução experimental de nosso sistema financeiro, incluindo a parte do sistema financeiro que foi amplamente abandonada nos últimos anos. O financiamento privado e a inovação permanecem, lamentavelmente, inadequados no país como um todo. Reforçar os recursos dos bancos comunitários e regionais, sejam sozinhos ou em parcerias com fundos de *venture capitals*, públicos e privados, é um ponto de partida óbvio para a reorientação mais geral que precisamos estimular em todo o sistema financeiro.⁵¹

5. Da regulação à reorganização: a regulação como uma alternativa para a reorganização

Considere, finalmente, o quinto e último elemento deste cenário analítico desenvolvido: o enfoque do governo sobre a regulação financeira e a visão de futuros alternativos que se revela a partir de sua estratégia regulatória. Entre todas as muitas políticas lançadas pelo governo dos EUA em resposta à crise financeira, é no domínio da reforma da regulação financeira que a natureza do programa se torna mais explícita.

Quatro características principais compõem o enfoque dos EUA sobre a regulamentação financeira.⁵² A primeira característica (incorporada nas propostas de Volcker) é uma versão limitada das determinações da era do New Deal referentes à separação de investimento próprio (*proprietary trading*) do depósito garantido pelo governo. A segunda característica consiste no esforço

⁵¹ Consulte: Phelps e Tilman, *Wanted...*, op. cit., supra nota 27. Para uma discussão mais extensa da fragilidade do capital de risco nesse país, consulte: LERNER, Josh. *Boulevard of broken dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed — and what to do about it*. 2009.

⁵² O Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub. L. 111-203, R. 4173) foi firmado em 21 de julho de 2010 pelo presidente Obama.

de expandir o perímetro da regulação para incluir todas as instituições financeiras funcionalmente equivalentes e de criar uma autoridade reforçada de supervisão e decisão (isto é, autoridade para liquidar instituições financeiras que faliram ou estão falindo).

A questão é apagar incêndios, mesmo antes de eles começarem. Contudo, a proteção mais confiável contra esses incêndios financeiros seria o aprofundamento financeiro, em particular através do reforço das capacidades de recursos dos bancos locais. Sobre isso, no entanto, não há uma palavra.

A terceira característica consiste no fortalecimento e na modernização da agenda de Basel para acomodar e para responder aos acontecimentos financeiros discutidos anteriormente neste ensaio. A preocupação da nova agenda de Basel é estabelecer requisitos mais rigorosos de adequação do capital, limitações mais restritivas ao endividamento e uma revalorização da gestão da liquidez.

A quarta característica do programa é a proteção do consumidor, encarnada em proposta de uma agência destinada a proteger os consumidores contra os abusos do setor financeiro.

Observe-se que essas características, em seu conjunto, ficam aquém das tarefas que eu identifiquei como centrais para a reconstrução institucional. Não abordam o problema inicial: a rejeição da estratégia do dualismo regulatório e sua substituição por uma regulação financeira unificada. Não avançam no trabalho de reforçar a ligação entre finanças e a economia real, para que a poupança de longo prazo da sociedade seja mais canalizada para o investimento produtivo de longo prazo, e, assim, menos desperdiçada nas transações financeiras especulativas. Tais características sequer começaram a projetar e implementar inovações institucionais úteis para a organização do crescimento econômico socialmente incluyente em uma circunstância na qual os EUA já não são mais capazes de contar com sua supremacia anterior na indústria e nas finanças para manter uma posição de liderança nos mercados globais.

6. Observações gerais

Observemos como, de fato, foi extraordinariamente limitada a abordagem adotada pelo governo. A administração pública defendeu essa abordagem como o equivalente contemporâneo das reformas financeiras do New Deal. E, de fato, muitas das políticas e arranjos aspirados pelos EUA e por

outros países se assemelharam, em termos de escala e escopo, às iniciativas do governo na década de 1930.

Contudo, em comparação com as reformas do New Deal, a resposta do governo dos EUA à crise atual foi muito mais modesta. Em cada área política importante, a abordagem do governo era menos um retorno à agenda do New Deal do que um passo para trás para o mundo financeiro pré-keynesiano. As ideias básicas foram fáceis de expressar: Com o complemento da regulação para corrigir suas falhas localizadas, os mercados seriam autocorrigíveis. Não houve necessidade de uma profunda reflexão sobre as deficiências e falhas estruturais. Uma vez que os excessos do período anterior estavam filtrados pela atividade coordenada dos governos e bancos centrais em todo o mundo, os mercados financeiros retomariam o equilíbrio, o ajuste automático e a autorregulação.

O problema dessa concepção é que ela tem pouca ou nenhuma relação com as políticas e os arranjos concretos que o governo realmente procura. Tal concepção não considera a resposta do governo à crise inicial (ou seja, o pacote de medidas de emergência, introduzido no início do verão em 2007, e que continuou no outono de 2008). E também fracassa em dar sentido aos esforços posteriores do governo para desenvolver um novo ambiente regulatório, destinado supostamente a incutir novamente disciplina no mercado, bem como a prática de gerenciamento de riscos internos ausentes no período anterior.

Nem os bancos (especialmente as maiores instituições financeiras), nem o sistema financeiro reagiram de acordo com o planejado no período após a operação de socorro. Como resultado da generosidade do governo, ocorreram alguns poucos empréstimos. Da mesma forma, a pequena reorientação dos mercados financeiros ocorreu como resultado dos esforços empreendidos pelos bancos centrais, autoridades governamentais e contribuintes para salvar um sistema financeiro que permaneceu em grande parte desconectado do sistema de produção que era para servir.⁵³

Como o governo preparou e, finalmente, aprovou seu programa de reforma da regulação financeira, uma ideia que começou a circular entre políticos e profissionais era de que a crise tinha oficialmente terminado e que o sistema financeiro havia voltado ao normal. Porém, a persistente escassez

⁵³ Vários estudos recentes acompanham o declínio contínuo nos saldos de empréstimos na indústria como um todo, especialmente nas áreas das pequenas e médias empresas. Consulte, por exemplo o recém-publicado FDIC Quarterly Banking Profile (2º trim. 2010), indicando um declínio contínuo nos saldos dos empréstimos pela quinta vez nos últimos seis trimestres.

de crédito empresarial, a baixa oferta de empregos e o baixo crescimento econômico seriam fontes constantes de preocupação. A tensão entre a visão do governo sobre a regulação financeira e a transformação estrutural necessária para implementar qualquer programa real de reforma estrutural inevitavelmente reapareceria no processo de implementação da nova legislação.

Por exemplo, o Dodd-Frank Act criou o Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira para conceber e implementar medidas para a prevenção de risco sistêmico. Mas permaneceu bastante aberta a questão sobre se os poderes de supervisão atribuídos ao Conselho de Supervisão seriam suficientes ou não para evitar o próximo grande pânico financeiro. O mesmo aconteceu com o novo regime de resolução concebido para trazer disciplina de mercado para o setor bancário paralelo. Apesar de sua excelente execução, havia simplesmente muitas variáveis desconhecidas para se ter confiança nos procedimentos adotados.⁵⁴

Para o governo, a elaboração das medidas necessárias para a criação de uma estrutura “macroprudencial” efetiva poderia ser seguramente confiada ao processo relativamente apolítico e neutro de normatização. Mas as escolhas incluídas no processo de normatização não eram mais ou menos pretensiosas do que aquelas que serviram para inspirar o projeto inicial de reforma regulatória. Continuou a ser objeto de amargas controvérsias, nos EUA e em todo o mundo, a discussão sobre se o programa conseguiu ou não tornar o financiamento menos perigoso e mais construtivo.

Em um ponto, pelo menos, o governo estava certo. Uma mudança no cenário financeiro, especialmente no contexto da crise, levaria, em curto prazo, a mais, e não menos, perturbação. Todavia, o que o governo não conseguiu perceber foi que nem o cenário financeiro atual nem as perturbações de curto prazo, que qualquer iniciativa de reforma deliberada inevitavelmente suscita, eram mais naturais ou necessários do que as políticas e os arranjos imprescindíveis para a realização de uma reforma real.

Não havia um único caminho a seguir. Cada estratégia de desenvolvimento e projeto de reforma envolvem, inevitavelmente, ação do governo e escolha coletiva. Para transformar a crise em reforma real seria necessária

⁵⁴ Consulte: COFFEE JR., John C. Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk. *Columbia Center for Law and Economic Studies, Working Paper* n. 380, 10 set. 2010.

mais — e não menos — perturbação; uma perturbação nas ideias bem como nos arranjos dominam o debate e a prática nos EUA e em outros países nos últimos 30 anos.

Uma proposta rudimentar de um Better Deal

Esboço agora uma direção alternativa de reforma. O objetivo dessa alternativa não é o retorno da agenda do New Deal. É enfrentar o trabalho que o New Deal deixou por fazer e que ainda não foi formulado. Para tanto, porém, não podemos permanecer dentro dos limites intelectuais da “primeira conversa” (sobre falhas localizadas do mercado). Precisamos nos encarregar da segunda conversa (sobre a reorganização institucional dos mecanismos que regem a relação entre finanças e economia real). As ferramentas de que precisamos estão em grande medida no direito e no pensamento jurídico.

Duas premissas principais estão na base da abordagem. A primeira premissa, histórica ou descritiva, é que nos arranjos atuais o desenvolvimento do mercado financeiro tem ocorrido dentro do próprio sistema financeiro, alimentando o investimento próprio (*proprietary trading*) e as atividades de investimento entre as instituições financeiras altamente alavancadas (*highly leveraged institutions*), em vez de crédito para produtores e para consumidores fora do sistema financeiro.

A segunda premissa é de que não precisa ser assim. O grau de conexão ou desconexão entre finanças e economia real é suscetível à variação; é moldado por arranjos institucionais.

Esboço de um Better Deal: uma proposta para a reorganização das finanças e de sua relação com a economia real

1. Reorganização do sistema bancário: criação de um sistema de financiamento empresarial baseado em operações bancárias regionais e comunitárias

Uma força histórica do sistema financeiro dos EUA tem sido sua incomparável rede de bancos locais. Esse sistema ajudou a promover o desenvolvi-

mento nos séculos XIX e XX ao colocar, em cada região e em cada estado, as poupanças à disposição de produtores e também dos consumidores.⁵⁵

Esse sistema é comumente criticado por supostamente ser incompatível com os requisitos de escala e de sofisticação. De acordo com essa visão, os EUA teriam de seguir o caminho de grandes bancos “universais”. Mas esse é um preconceito infundado.⁵⁶ Com as inovações institucionais certas, a rede bancária local e regional pode ser reconstruída. Pode ser reconstruída obtendo acesso a ideias, oportunidades e instrumentos criados na vanguarda da prática financeira e que hoje são necessárias para aproveitar ativamente as oportunidades oferecidas por formas inovadoras de produção, nos mercados nacional e mundial. O objetivo é combinar descentralização, flexibilidade e proximidade do produtor local com escala e sofisticação.

Para fins dessa proposta, podemos distinguir três formas diferentes de financiamento capazes de contribuir para os dois objetivos, escala e sofisticação. Primeiro, *ventures capital* públicos: ampliando os investimentos de longo prazo em empresas novas e emergentes, tanto nos setores de vanguarda quanto nos setores de retaguarda da produção. Segundo, pela reestruturação, seja em finanças ou fora delas (veja abaixo). Terceiro, o desenvolvimento e a aplicação de novas ferramentas de gestão de risco, incluindo créditos derivados e estruturados.

Como parte dessa iniciativa, o governo trabalharia junto aos bancos locais através da instrumentalidade das novas GSEs (veja a seguir) para permitir que os bancos locais participem e desenvolvam novas formas de *venture capital*, de reestruturação empresarial e de gerenciamento de risco, concebidos genericamente.

Está comprovado por inúmeras experiências históricas que isso é possível e desejável. Governos estaduais incentivaram o desenvolvimento de bancos locais e de projetos de infraestrutura através da concessão de cartas de associação (*corporate charters*), do desenvolvimento de mercados de valor mobiliário local e do aumento do capital em mercados internacionais para

⁵⁵ Consulte: ROUSSEAU, Peter L.; SYLLA, Richard. Emerging financial markets and early U.S. growth. *NBER Working Paper* 7448, dez. 1999. Consulte também Johnson e Kwak, *13 Bankers...*, op. cit., supra nota 12, p. 14-37.

⁵⁶ Há pouca evidência para apoiar os ganhos de eficiência alegados do sistema bancário conglomerado em larga escala. Para um resumo do debate e da evidência, consulte: Johnson e Kwak, *13 Bankers...*, op. cit., supra nota 12, p. 211-213. Para uma visão de oposição, consulte: CALOMIRIS, Charles W. The costs of rejecting universal banking. In: *U.S. bank deregulation in historical perspective*. 2000.

financiar ferrovias e hidrovias.⁵⁷ No início do século XX, o governo colaborou com agricultores e industriais para estabilizar e expandir a produção através da criação de novas formas financeiras (por exemplo, parcelamento de empréstimos e cooperativas agrícolas).⁵⁸

Atualmente, as formas de financiamento necessárias para expandir oportunidades e inovação em diferentes regiões da economia americana provavelmente serão diferentes. Hoje, o desafio da organização da economia e do desenvolvimento é menos uma questão de acesso ao capital (embora essa parte do pacote financeiro continue importante) do que de acesso às práticas e oportunidades na vanguarda das finanças e da produção. Nesse processo, colaboração e coordenação estratégica entre *outsiders* (ou seja, bancos e produtores locais) e *insiders* (empresas e instituições financeiras na vanguarda do sistema financeiro) são provavelmente essenciais.

O objetivo da GSE (considerado em mais detalhes adiante) é criar, além dos domínios estabelecidos, o contexto social no qual novas práticas e mecanismos podem surgir.

Essa iniciativa retoma a contínua realização das inovações relacionadas ao setor financeiro nos dois períodos de maior inovação na história dos EUA. O caráter singularmente descentralizado do desenvolvimento econômico americano e a organização na primeira metade do século XIX não poderiam ter ocorrido sem o apoio do governo federal e de sua vontade de criar um sistema monetário e financeiro nacional capaz de facilitar o fluxo de dinheiro, de crédito e de operações bancárias de um extremo a outro do país.⁵⁹ O surgimento das grandes empresas e da indústria moderna no final do século XIX foi apoiado de uma forma diferente: a criação de estruturas jurídicas e regulatórias capazes de reconciliar as vantagens de escala e de escopo a serviço da economia real.⁶⁰

Como mencionado anteriormente, o New Deal oferece uma ilustração de como as organizações financeiras apoiadas pelo governo podem conduzir ao aprofundamento e à democratização do crescimento, ampliando acesso e

⁵⁷ Consulte: Rousseau e Sylla, *Emerging financial markets...*, op. cit., supra nota 69. Consulte também: SYLLA, Richard. U.S. securities markets and the banking system, 1790-1840. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, maio/jun. 1998.

⁵⁸ Consulte: WALTER, John R. Not your father's credit union. *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*, v. 92, n. 4, outono 2006.

⁵⁹ Consulte Rousseau and Sylla, *Emerging financial markets...*, op. cit., supra nota 69; e Sylla, U.S. securities markets, op. cit., supra nota 71.

⁶⁰ Consulte Johnson e Kwak, *13 Bankers...*, op. cit., supra nota 12, p. 23-28; e Russell, *New Deal banking reforms...*, op. cit. supra nota 13, p. 65-82.

inclusão às oportunidades econômicas e culturais por meio da criação de novas formas de financiamento. Mas isso foi feito, de forma estrita, apenas para o mercado hipotecário. A tarefa atual é generalizar a experiência, colocando, em diferentes regiões do país, técnicas avançadas de alocação de capital e de gestão de risco à disposição de empresas locais e de redes empresariais. Essa é a melhor coisa para estimular e apoiar o desenvolvimento de uma economia vibrante.

2. Renascimento e reinvenção das GSEs

Nessa tarefa de aproveitar a oportunidade de ampliação da capacidade e do potencial de melhora dos bancos locais, nada é mais importante do que a criação de novas formas de coordenação estratégica entre governo e empresas. Essas formas devem criar mercado, e não reprimir. Devem ser pluralistas, participativas e experimentais.⁶¹

O objetivo da coordenação estratégica é criar, com finanças no centro, o contexto para o crescimento socialmente includente e para reforma. A ideia seria a de criar agentes e instrumentos de “boas práticas financeiras” capazes de reconciliar os dois objetivos: localismo e escala e sofisticação.

Dois premissas principais são subjacentes a esta parte da proposta.

A primeira premissa é de que, ao contrário da visão comum, esses problemas não podem ser resolvidos espontaneamente delegando tarefas ao mercado de capitais existente. Eles exigem um novo elenco de agentes financeiros. A finalidade desse item é imaginar quem poderiam ser esses agentes, quais tarefas eles podem realizar, sob quais políticas e arranjos específicos.

A segunda premissa é de que o governo pode, e deve, agir como um catalisador na concepção e no desenvolvimento desses agentes. A razão é muito simples: somente o governo tem capacidade, autoridade e recursos necessários para ajudar a liderar o desenvolvimento das novas organizações intermediárias.

Uma GSE reinventada (conforme descrito detalhadamente abaixo) serviria como um veículo para a nova forma de coordenação estratégica descentra-

⁶¹ Muitas iniciativas recentes da administração Obama, incluindo a proposta de fundos de empréstimos para pequenas empresas no valor de \$ 30, a Iniciativa Comunitária de Desenvolvimento de Capital e a Infraestrutura Bancária ecoaram esse tema. Essas e outras iniciativas são discutidas em: Congressional Oversight Panel's *July oversight Report...*, op. cit., supra nota 68; e no site do Departamento do Tesouro: <www.financialstability.gov>.

lizada. O objetivo da GSE seria melhorar os recursos e o acesso à rede bancária local. Faria isso de um lado, criando um contexto para o compartilhamento e a difusão do risco de muitas pequenas e médias empresas. De outro lado, faria isso facilitando a formação de sindicatos de bancos e o acesso desses sindicatos às formas de financiamento e de gestão de risco. Poderia fazer, ainda, de uma terceira forma, participando direta ou indiretamente na concepção e no desenvolvimento de novas formas de financiamento, ou novas formas de colaboração, entre empresas locais, instituições financeiras e agentes do mundo das altas finanças.

Considere um exemplo que é útil porque é simples, no domínio da agricultura, e não da indústria.⁶² Por sua própria natureza, a agricultura, especialmente a agricultura familiar ou de pequena escala, enfrenta a combinação de risco físico — a volatilidade do clima — com risco econômico — a volatilidade do preço. Em geral, quando faltam os meios para enfrentar essa sobreposição de riscos, a atividade agrícola falha. Os mecanismos tradicionais para enfrentar essa combinação de riscos têm sido a garantia de preços mínimos (total dos subsídios agrícolas), a compra garantida da produção e os estoques anticíclicos de alimentos, administrados pelo governo. Esses mecanismos foram substituídos, nos Estados Unidos e em outros países, pela engenharia financeira: produtos e serviços financeiros que permitem ao fazendeiro a cobertura de riscos. Essa era a motivação original por trás do desenvolvimento de mercados futuros de *commodities* e de mercados de futuro. Isso representa o uso legítimo de derivativos financeiros, que, corrompidos em sua aplicação, têm feito parte direta do pano de fundo da crise atual.⁶³

O problema é que esses serviços e produtos sofisticados muitas vezes estão acessíveis apenas para os maiores produtores — por exemplo, empresas multinacionais e produtores de *commodities*.

É uma tarefa que deverá ser realizada no contexto americano pelos bancos locais, apoiada e monitorada por entidades governamentais, ou por entidade concebidas e desenvolvidas com a ajuda do governo.

⁶² Para uma visão geral da história e do uso de derivações como uma ferramenta de gestão de risco na agricultura, consulte: DUNCAN, Richard. *Agricultural futures and options*. 1999.

⁶³ Consulte: GENSLER, Chairman Gary. Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission. 1^o jul. 2010; e Duncan, *Agricultural futures and options*, op. cit., supra nota 30, p. 148-159.

3. Prevenção e gerenciamento de crise: além do dualismo regulatório

Para separar investimento próprio (*proprietary trading*) do depósito garantido pelo governo; criar um governo federal mais forte para supervisionar e liquidar instituições financeiras; impor restrições mais fortes à alavancagem (*leverage*) e padrões de adequação de capital mais exigentes; e proteger os consumidores de forma mais eficiente pelo funcionamento de uma agência destinada para essa finalidade — tais objetivos definidos do projeto de reforma que temos diante de nós são úteis e até mesmo indispensáveis. No entanto, eles também são, se o argumento deste breve trabalho estiver correto, insuficientes, mesmo na meta de reduzir e evitar uma crise financeira maior e de mitigar seus efeitos quando ela ocorre. Essas iniciativas têm de ser complementadas por três outros conjuntos de inovações.

A primeira série de iniciativas é o repúdio decisivo do dualismo regulatório: o enfoque sobre a regulação financeira que surgiu, com mais clareza, nos Estados Unidos e em outros países nas últimas décadas. O contraste entre um setor muito regulado e outro pouco regulado possibilitou a subversão e a violação da regulação das finanças, assim como a eliminação das próprias regras.⁶⁴

A segunda série de iniciativas seria um conjunto de mudanças regulatórias e fiscais destinadas a desestimular o desacoplamento das transações subjacentes à economia real. O episódio da crise hipotecária do *subprime* fornece um exemplo do que está em jogo, do que deve ser evitado e do que é necessário. Como o mercado hipotecário *subprime* expandiu-se exponencialmente no meio da década, ficou cada vez mais claro que o mercado havia se tornado um instrumento do sistema financeiro, e não das famílias, das empresas e das comunidades a quem deveria servir. A sobreposição de títulos derivados complexos na parte superior do conjunto subjacente de ativos (duvidosos) apenas piorou as coisas. No entanto, nem as autoridades monetárias nem as autoridades de regulamentação dispunham de ferramentas apropriadas — práticas ou conceituais — para limitar o crescimento do crédito (para além do sistema bancário) ou o *boom* de ativos resultante.⁶⁵

⁶⁴ Consulte Fisher, What happened to risk dispersion, op. cit., supra nota 35, e D'Arista, supra nota 2.

⁶⁵ Para uma visão geral e defesa da posição básica, consulte: TARULLO, Daniel K. *Financial regulatory reform*. Palestra no U.S. Monetary Policy Forum, 26 fev. 2010.

É fácil imaginar muitas soluções práticas para o problema de “superinvestimento” descrito anteriormente. Para começar, o governo poderia simplesmente impor uma série de proibições definitivas sobre os tipos de instrumentos financeiros permitidos no mercado hipotecário. Empréstimos provocados, com taxa de juros redefinida acima de um determinado nível, proporcionam um alvo fácil. O mesmo ocorre com os empréstimos com garantias iniciais insuficientes e os reembolsos não amortizados.

A terceira série de iniciativas envolveria um conjunto de mudanças regulatórias e fiscais destinadas a incentivar a conexão entre o financiamento e a economia real. Mais uma vez é importante enfatizar que o problema não é a especulação financeira em si, mas sua separação da economia real. O melhor exemplo deste último problema é a criação de CDOs, desenhados para permitir apostas colaterais (*side-bets*) nos grupos já existentes de derivativos e valores mobiliários. Exemplos do primeiro problema incluem mercado futuro de *commodities* e outras ferramentas de gestão de risco, negociadas em bolsas públicas por produtores e companhias mercantis envolvidas nos negócios reais de produção e de câmbio de *commodities*.

O princípio subjacente é aquele mencionado anteriormente. A especulação é útil e legítima na medida em que contribui para gerar informações e para organizar a tomada de riscos empresarial. Sua degeneração em uma especulação não justificada por tais benefícios é uma distorção que não tem lugar em uma economia de mercado democratizada e regulada.

4. Colocando as Finanças a serviço da economia real: da regulação financeira à reorganização de sua relação com a agenda de produção

O pressuposto central é que, ao contrário do pensamento muito convencional, a relação entre finanças e economia real, ou entre a poupança e o financiamento da produção, não é uma identidade constante, muito menos tem uma identidade tautológica. É uma variável. É suscetível às variações institucionais à luz dos arranjos institucionais que regem a relação das finanças com a economia real. Esses arranjos podem estreitar ou afrouxar a ligação. Quanto mais solta a ligação, maior o perigo de que a poupança acumulada da sociedade será desperdiçada em transações financeiras especulativas sem

relação com as exigências de produção e de consumo, e de que o excesso de especulação vai ajudar a impulsionar a crise financeira periódica.

Três diferentes séries de iniciativas seriam mais úteis aqui. A primeira iniciativa envolve fazer o *venture capital* funcionar de forma mais ampla e mais profunda do que funciona agora. Uma segunda iniciativa envolve uma abordagem alternativa para o projeto de reestruturação. Reestruturação, no sentido estrito, surgiu, atualmente, no contexto das discussões sobre a expansão do “poder de decisão” do governo. Mas a reestruturação pode também ser definida num segundo e mais amplo sentido como um elemento na tarefa de reorganização industrial. Nesse segundo sentido, fica claro que estamos preocupados não apenas com as instituições financeiras que estão falindo, mas com todas elas. Também fica claro que as instituições financeiras são importantes em ambos os casos, ou seja, como o objeto ou material de recuperação ou como um agente de recuperação no sentido mais amplo da reorganização industrial.

Os arranjos existentes normalmente oferecem, de acordo com critérios formais não relacionados com sua função na economia real, uma opção entre duas alternativas igualmente inaceitáveis: falência ou socorro financeiro; fracasso ou nacionalização; recuperação judicial ou regime de resolução especial.

Em ambos os casos, a decisão tem duas características prejudiciais. Primeiro, é dominada por considerações de curto prazo. Segundo, as decisões tomadas, seja pela empresa, por seus credores, ou por falência ou por regime de resolução, são muito limitadas. Elas não levam em conta o efeito da decisão sobre a estrutura de produção, sobre a economia em termos mais gerais, ou ainda sobre as perspectivas de diferentes tipos de interessados cuja vida e sorte podem depender intimamente do destino das instituições (financeiras) falidas.

Assim, o instrumental precisa ser expandido. No desenvolvimento de uma solução, dois critérios principais devem orientar nossos esforços. Em primeiro lugar, não basta a redução dos custos dos contribuintes. Um critério fundamental deve ser útil para a reorganização industrial e econômica. Ao mesmo tempo, devemos também levar a sério o problema do risco moral. O aspecto mais palpável e significativo dessa preocupação é o argumento “grande demais para falir”. As empresas podem não falir, como a Lehman, mas podem ser retomadas e reestruturadas.

Uma terceira iniciativa envolve a adaptação e a amplitude das ferramentas avançadas de gestão de risco para novas empresas e formas de produção que se enraízam nas economias local e regional recém-energizadas.

O efeito cumulativo dessas ampliações e melhorias do instrumental da “regulação mais segura” seria o de nos mover em direção a uma onda de reforma

que combinaria, de uma forma adaptada às realidades financeiras contemporâneas, a ênfase nas características de responsabilidade e de segurança das reformas financeiras do New Deal com a ênfase na descentralização experimental e no localismo — colocando as finanças a serviço do produtor local —, características das reformas financeiras dos períodos jacksoniano e pós-jacksoniano.

5. Organização do crescimento socialmente includente

Considere, finalmente, o quinto elemento para o desenvolvimento de uma abordagem alternativa para a reforma financeira. A crise financeira tem demonstrado o enorme poder da inovação financeira para fazer o mal ou o bem. A tarefa agora é mudar esse equilíbrio através da criação de políticas e arranjos capazes de apoiar o crescimento socialmente includente.

Nesse sentido, as técnicas discutidas acima — capitais de risco, recuperação empresarial, desenvolvimento e aplicação de novas ferramentas de gestão de risco — devem fazer parte do esforço mais amplo de colocar as finanças a serviço (novamente) da oportunidade econômica e da inclusão social.

O compromisso mais básico de todos é a distribuição de oportunidade e de recursos dentro da própria economia real. Afinal, a causa mais profunda da crise é simplesmente que os Estados Unidos já não podem mais confiar em sua proeminência anterior na produção e no financiamento para sustentar uma posição de líder nos mercados mundiais. É preciso, cada vez mais, fazer o que todos os países desenvolvidos sempre foram obrigados a fazer: engajar-se em um processo contínuo de experimentação nas formas e nos arranjos da produção, na ação política, no seguro social e nas finanças.

A solução desses problemas vai muito mais além do que o escopo deste argumento. O argumento deste ensaio sugere, contudo, pelo menos dois padrões pelos quais qualquer solução bem-sucedida para o problema da reforma financeira deveria ser julgada. O primeiro padrão de julgamento é sobre o êxito na ampliação do acesso às oportunidades e aos recursos disponíveis atualmente somente nos setores avançados de produção. O segundo padrão é a capacidade do governo de criar as políticas e os arranjos necessários para dar suporte a um projeto contínuo de crescimento com inclusão social. Em cada uma dessas áreas, o desenvolvimento de novas formas de finanças e de organização financeira é de importância crucial.

Nas últimas décadas do século XX, nenhuma parte da sabedoria convencional pareceu mais segura do que a crença de que os EUA tinham resolvido

o problema de reconciliar a participação nos mercados globais com a prosperidade contínua e a estabilidade interna. Porém, a mais profunda verdade revelada pela crise global é que os EUA não são mais imunes aos desafios econômicos e políticos que preocupam todos os outros países no mundo. A reconciliação do crescimento econômico com a inclusão social e da soberania econômica com o engajamento global se mantém, ainda hoje, como um grande desafio tanto para os Estados Unidos quanto para os outros países.

O dinheiro é um bom servo, mas um mestre destrutivo. Há muitos anos, esse foi o grito de guerra durante a Grande Depressão. A lição para nós, hoje, deve ser a mesma. Devemos retomar a tarefa assumida cada vez mais por todos os países do mundo: reimaginar e reconstruir instituições e arranjos nas áreas da política, da economia política e das finanças. Nesse esforço, a reorganização das finanças — e a organização do sistema financeiro — pode ter apenas uma função de apoio. Mas é uma função essencial. Devemos ver o projeto de reforma financeira como vanguarda na busca desse grande esforço e usar a crise como uma oportunidade para sua execução.

A tarefa que nos espera em termos da experiência histórica americana

Considere, em conclusão, a relação desta análise com as duas tradições progressistas de reforma na história americana, mencionadas no início deste breve trabalho. Observei que uma tradição, que vai além de Jefferson a Brandeis, defende as pequenas e médias propriedades e empresas contra as grandes empresas. A segunda tradição, exemplificada pelo progressismo do início do século XX e pelos dois Roosevelts, aceita os grandes negócios, mas utiliza o poder de um governo nacional forte para regulá-los.

O que essas duas tradições têm em comum é a tese que o meu argumento desafia: a crença de que uma economia de mercado tem uma forma jurídico-institucional, natural e necessária, única. Segundo essa crença, podemos regular uma economia de mercado e suavizar, por meio de políticas sociais e instituições, a dor e os transtornos que ela frequentemente cria. Entretanto há pouco a fazer além disso. Arranjos da economia de mercado são dados, e não criados. Tal concepção é revelada e testada no curso normal do desenvolvimento econômico. Essa visão, expressa na linguagem de regulação *versus* inovação, nada mais é do que uma reafirmação do debate ideológico tradicional:

mais governo, menos mercado; mais mercado, menos Estado. Desse ponto de vista, é fácil condenar qualquer proposta de reforma estrutural como o sacrifício de decisão baseada no mercado em detrimento de interferência pesada feita pelo Estado.

Uma das contribuições da análise jurídica para o debate público deveria ter sido, todavia, o repúdio a essa suposição. Os realistas e os críticos nos ensinaram há muito tempo que o conceito de economia de mercado pode significar muitas coisas. O mesmo é verdadeiro para o conceito de um sistema financeiro orientado pelo mercado. Não existe uma abordagem única inerente ao próprio conceito de uma ordem financeira. Existem diferentes abordagens e diversos arranjos, com variações e consequências significativas para a realização de nossos interesses e ideais.

Ambas as grandes tradições progressistas americanas de reforma moldaram, em diferentes momentos na história do país, nossas instituições financeiras. O melhor exemplo da primeira tradição está associado ao período jacksoniano, com ênfase na descentralização (localismo), principalmente a promoção de oportunidades e produção. O exemplo mais importante da segunda tradição é o que eu tenho chamado aqui de solução do New Deal, com seu foco na regulação das finanças a serviço, primeiramente, da maior segurança econômica para o indivíduo, especialmente o depositante individual e, depois, do maior acesso ao consumo e à participação em empreendimentos, sobretudo na forma de casa própria.

Precisamos, agora, combinar cada uma dessas duas tradições e ir além. Nem centralização, nem descentralização bastam. A tarefa de hoje é imaginar e buscar uma forma de reconstrução institucional ao mesmo tempo sistêmica e fragmentada, a serviço de dois objetivos: canalizar poupanças de longo prazo em investimento produtivo de longo prazo e ampliar oportunidade e acesso. O projeto de reforma financeira progressista é parte de um projeto maior orientado para a ampliação de oportunidade.

Referências

ADRIAN, Tobias; SHIN, Hyun Song. Financial intermediation, financial instability and monetary policy. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 346, 2008.

_____; _____. The shadow banking system: implications for financial regulation. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 382, 2009.

BERNANKE, Ben S. *Federal reserve policies in the financial crisis*. Palestra ministrada na Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, 1º dez. 2008.

_____. *Housing, housing finance and monetary policy*. Palestra no Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 ago. 2007.

_____. Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. In: *Essays on the Great Depression*. 2000.

_____. The crisis and the policy response. Speech delivered at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, 13 jan. 2009.

BLYTH, Mark. *Great transformations: economic ideas and institutional change in the twentieth century*. 2002.

BRUNNERMEIR, Markus K. Deciphering the 2007-2008 liquidity and credit crunch. *23 Journal of Economic Perspectives*, n. 1, Winter 2009.

CALOMIRIS, Charles W. The costs of rejecting universal banking. In: *U.S. bank deregulation in historical perspective*. 2000.

_____. *The regulatory record of the greenspan fed*. Documento preparado para a 2006 American Economic Association.

COFFEE JR., John C. Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk. *Columbia Center for Law and Economic Studies, Working Paper* n. 380, 10 set. 2010.

CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL. *An assessment of foreclosure mitigation efforts after six months*, 9 out. 2009.

_____. *December oversight report, taking stock: what has the troubled asset relief program achieved?*, 9 dez. 2009.

_____. *December oversight report: taking stock: what has the troubled asset relief program achieved?*, 9 dez. 2009.

_____. *July oversight report: small banks in the capital purchase program*, 14 jul. 2010

_____. *May oversight report, the small business credit crunch and the impact of the TARP*, 12 maio 2010.

D'ARISTA, Jane. *Systemic regulation, prudential matters, resolution authority and securitization*. Statement before the House Committee on Financial Service, 29 out. 2009.

_____. *The evolution of U.S. finance*, v. II. 1994.

_____. U.S. debt and global imbalances. *Political Economy Research Institute Working Paper Series*, n. 136, maio 2007.

_____; SCHLESINGER, Tom. *The parallel banking system*. Economic Policy Institute Briefing Paper, 1993.

DUNCAN, Richard. *Agricultural futures and options*. 1999.

EDWARDS, Franklin R.; MISHKIN, Frederic S. The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy. *Federal Reserve Bank of New York Policy Review*, jul. 1995.

FDIC Quarterly Banking Profile. 2º trim. 2010.

_____. *The first fifty years: a history of the FDIC, 1933-1983*. Washington, 1983.

FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY. *Conservator's report on the enterprises' financial performance*, 26 ago. 2010.

FISHER, Peter R. What happened to risk dispersion. Banque de France. *Financial Stability Review — Special issue on liquidity*, n. 11, fev. 2008.

GEITHNER, Timothy F. *Causes of the financial crisis and the case for reform*. Testimony before the Financial Crisis Inquiry commission, 6 maio 2010.

_____. *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*. Observações no Economic Club of New York. Jun. 2008.

_____. Written testimony before the House Committee on Financial Services, 23 mar. 2010.

GENSLER, Chairman Gary. Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission. 1º jul. 2010.

GORDON, Jeffrey N. *Letter to the SEC on Money Market Fund Reform*. Enviado em resposta à solicitação do SEC para comentários sobre as Regras de Reforma do Mercado Financeiro anunciada na publicação n. IC-28807, set. 2009.

GORTON, Gary. *Slapped in the face by the invisible hand: banking and the panic of 2007*. Preparado para o Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis. Maio 2009.

GRAMLICH, Edward M. *Subprime mortgages: America's latest boom and bust*. 2007.

GREEN, Richard K.; WACHTER, Susan M. The American mortgage in historical and international context. *Journal of Economic Perspectives*, v. 19, n. 4, 2005.

JOHNSON, Simon; KWAK, James. *13 Bankers: the Wall Street takeover and the next financial meltdown*. 2010.

KENNEDY, David M. *Freedom from fear: the American people in depression and war, 1929-1945*. 1999.

KRUGMAN, Paul *The return of depression economics and the crisis of 2008*. 2009.

LERNER, Josh. *Boulevard of broken dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed — and what to do about it*. 2009.

LIN, Justin Yifu; MONGA, Celestin. Growth identification and facilitation: the role of the State in the dynamics of structural change. WORLD BANK. *Policy Research Working Paper*, 5313, maio 2010.

MINSKY, Hyman P. The emergence of financial instability in the postwar period. In: *Stabilizing an unstable economy*, 1986.

PHELPS, Edmund S.; TILMAN, Leo M. Wanted: a first national bank of innovation. *Harvard Business Review*, jan./fev. 2010.

RAJAN, Raghuram G. Has financial development made the world riskier? *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, ago. 2005.

RAUCHWAY, Eric. *The Great Depression and the New Deal*. 2008.

REMINI, Robert V. *Andrew Jackson and the bank war*. 1976.

RODRIK, Dani. A practical approach to formulating growth strategies. In: SERRA, Narcis; STIGLITZ, Joseph E. (Ed.). *The Washington Consensus reconsidered: towards a new global governance*. 2008.

____ (Ed.). *In search of prosperity: analytic narratives on economic growth*. 2003.

ROUSSEAU, Peter L.; SYLLA, Richard. Emerging financial markets and early U.S. growth. *NBER Working Paper 7448*, dez. 1999.

RUSSELL, Ellen D. *New Deal banking reforms and keynesian State capitalism*. 2008.

SERRA, Narcis; STIGLITZ, Joseph E. (Ed.). *The Washington Consensus reconsidered: towards a new global governance*. 2008.

SHILLER, Robert J. *The subprime solution: how today's global financial crisis happened, and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press, 2008.

_____. *The subprime solution: how today's global financial crisis happened, and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press, 2008.

SIGTARP. *Initial report to Congress*. 6 fev. 2009.

_____. *Quarterly report to Congress*, 21 jul. 2010.

STIGLITZ, Joseph E. Is there a Post-Washington Consensus consensus?

SUMMERS, Laurence H. *Financial stability: retrospect and prospect*. Remarks at the Stanford Institute for Economic Policy Research, 12 mar. 2010.

SYLLA, Richard. U.S. securities markets and the banking system, 1790-1840. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, maio/jun. 1998.

TARULLO, Daniel K. Confronting too big to fail. At the Exchequer Club, Washington, DC. 21 out. 2009.

_____. *Financial regulation in the wake of the crisis*. Palestra no Peterson Institute for International Economics, Washington, DC., 8 jun. 2009.

_____. *Financial regulatory reform*. Palestra no U.S. Monetary Policy Forum, 26 fev. 2010.

_____. *Towards an effective resolution regime for large financial institutions*. Remarks at Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States, 18 mar. 2010.

TEMIN, Peter. *The jacksonian economy*. 1969.

WALTER, John R. Not your father's credit union. *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*, v. 92, n. 4, outono 2006.

WHEELOCK, David C. *The federal response to home mortgage distress: lessons from the Great Depression*. Federal Reserve Bank of St. Louis, 2008.

WILLIAMSON, John. *What should the World Bank think about the Washington Consensus*. Peterson Institute for International Economics. Jul. 1999.

WILMARTH JR., Arthur E. The transformation of the U.S. financial services industry, 1975-2000: competition, consolidation, and increased risks. *2002 U. Ill. L. Rev.* 215, 2002.

Apêndice

Três projetos para a reorganização das finanças e sua relação com a economia real (especialmente no contexto da crise):
New Deal, Current Deal, Better Deal

	Cenário institucional básico	Ampliação do cenário institucional: organizações semifiscais	Prevenção e gerenciamento de crise	Colocando as finanças a serviço da economia real	Finanças em sua definição mais ampla
New Deal	Separação estrita entre operações comerciais e de investimento; bancos utilitários (utility banks), regime de divulgação; condições limitadoras das políticas estaduais (mercado interno e global)	Criação de bancos e fundos de investimento públicos; mercado hipotecário secundário; GSEs; FHA; provisão de liquidez e seg. fac. para sistemas hipotecário e bancário	RFC, HOLC, expansão dos poderes de emergências do gov.; fortalecimento do FED (novos instrumentos da política monetária e LOLR); novo regime de regulamentação e seguro depositário (FDIC e regimes especiais de resolução bancária)	Uso de agências federais e GSEs para criar novos mercados financeiros; uso de ferramentas fiscais/jurídicas/regulatórias para melhorar o funcionamento dos mercados de crédito privado	Experimentos em novas formas de relação entre governo/empresas, seguida pela aceitação da forma estabelecida da economia de mercado, com maior segurança econômica para o indivíduo
Reversão da agenda do New Deal	Relaxamento das restrições sobre o financiamento; criação de ligações entre operações bancárias formal e paralela e entre mercados locais e globais	Privatização de GSEs e do mercado hipotecário secundário (securitização); delegação de poder para agências de classificação, grupos industriais; bancos internacionais e corretoras via ênfase na gestão do risco interno	RTC, consolidação da tolerância regulatória (crise de S&L) e extensão do trabalho da estrutura regulamentar; extensão do LOLR para o sistema bancário paralelo	Reorganização de GSEs; desregulamentação do sistema bancário, criação de novos canais de conexão com os bancos oficiais para o sistema bancário paralelo	Surgimento de sistema bancário paralelo, institucionalizado e generalizado através do dualismo da regulamentação; mudança das instituições para mercados

	Cenário institucional básico	Ampliação do cenário institucional: organizações semifiscais	Prevenção e gerenciamento de crise	Colocando as finanças a serviço da economia real	Finanças em sua definição mais ampla
Current Deal	Resgate dos grandes bancos e entidades não bancárias de grande importância; poucos bancos falharam	Reorganização e capitalização de GSEs; criação de parcelas de liquidez e financiamento com nova facilidade especial através do FED e do FDIC	Resgates, nacionalizações, recompras de dívidas e garantias; linhas de <i>swap</i> , novas facilidades de liquidez, expansão de L/ILR e acesso à janela de descontos	Criação de facilidades de financiamento e liquidez pelo Tesouro/FED FDIC; TALF; destinadas a crédito através de GSEs	A regulamentação como uma alternativa para a reorganização
Better Deal	Rejeição do dualismo regional; reorganização dos grandes bancos, pequenos bancos, não bancos, e a economia real	Parcerias público-privadas, agentes de reestruturação e inovação, vínculo financeiro global/local, grande/pequeno, sofisticado/local	Reintrodução dos limites da especulação financeira; ruptura dos grandes bancos sem um objetivo; controles de tempo e contingentes sobre o capital; reestruturação como reinvenção experimental	Reinvenção de GSEs; GSEs como agentes da coordenação estratégica e acesso descentralizado ao capital de risco; ferramentas de gestão de risco; reestruturação experimental; participação nos mercados globais	Regulamentação como a primeira etapa em direção à reorganização. Finanças reconectadas à economia real e subordinadas à agenda institucional de crescimento socialmente incluído.

