Crise e mudança institucional: uma análise comparativa da atuação do Federal Reserve na Grande Depressão e na Grande Recessão[1]

Maria Clara Togeiro[2]
Simone Deos[3]

Resumo
Este artigo analisa comparativamente a atuação do Federal Reserve na Grande Depressão e na Grande Recessão, com o objetivo de identificar os efeitos da resposta a crise recente para a eventual transição para uma ordem pós-neoliberal. Argumenta-se que, enquanto a crise dos anos 1930 levou a uma transformação substantiva do papel do Federal Reserve, no caso da Grande Recessão os efeitos foram ambíguos. Por um lado, introduziram-se inovações importantes – destacamos sobretudo as políticas de balanço e as reformas macroprudenciais. Por outro, essas mudanças foram incorporadas como se fossem "preencher a lacuna" do arcabouço de política monetária da Grande Moderação. O artigo sustenta que esse "ajuste" permitiu preservar o arcabouço existente, mas em bases mais frágeis. Desde a crise tensões crescentes vêm se formando em torno da atuação do Federal Reserve. A análise da atuação do Federal Reserve nesses dois contextos sugere que a mudança institucional pode ocorrer de formas muito distintas. Se nos anos 1930 a resposta à crise resultou na construção formal de novas instituições, no caso da Grande Recessão, os elementos de uma nova institucionalidade têm tomado forma em tensão com o anseio de preservar o antigo arcabouço de política monetária.

Palavras-chave: crise, banco central, Grande Depressão, Grande Recessão, mudança institucional.

Abstract
This article comparatively analyzes the Federal Reserve's actions during the Great Depression and the Great Recession, with the aim of identifying the effects of the response to the recent crisis on the possible transition toward a neoliberal order. It argues that while the crisis of the 1930s led to a substantive transformation in the Fed's role, the effects in the case of the Great Recession were ambiguous. On the one hand, important innovations were introduced — above all, balance-sheet policies and macroprudential reforms. On the other hand, these changes were incorporated as if they were meant to "fill the gap" in the monetary policy framework of the Great Moderation. The article maintains that this "adjustment" made it possible to preserve the previous paradigm, but at the cost of generating growing tensions among monetary stability, financial stability, central bank independence, and the politicization of its functions. Since the crisis, tensions surrounding the Fed's actions have intensified. The analysis of the Fed's actions in these two contexts suggests that institutional change can take very different forms. While in the 1930s the response to the crisis resulted in the formal construction of new institutions, in the case of the Great Recession new elements of an emerging institutional order are taking shape in tension with the effort to preserve the previous monetary policy framework.

Keywords: crisis, central banking, Great Depression, Great Recession, institutional change.

Área de interesse: Área 3. Método, Teorias Econômicas Heterodoxas e História Econômica

Introdução

[1] O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001

[2] Doutoranda em Economia na Unicamp

[3] Professora do Instituto de Economia da Unicamp

A criação do Federal Reserve (Fed), em 1913, foi impulsionada pela percepção de que falências financeiras e quebras empresariais eram excessivamente frequentes (Meltzer, 2003). Naquele momento, em outros países, sobretudo europeus, os bancos centrais já desempenhavam a função de emprestador de última instância, contribuindo para reduzir a recorrência de crises financeiras. Além disso, a economia americana exportava produtos majoritariamente agrícolas; com isso, a demanda por crédito tendia a se concentrar no período de colheita, pressionando a taxa de juros para cima. O sistema do Federal Reserve foi concebido, assim, para permitir o redesconto de letras de câmbio comerciais (*commercial papers*) pelo Fed, conforme as necessidades dos negócios no país (Carlson e Wheelock, 2012). A gestão da inflação (ou da deflação) não estava no escopo das tarefas do banco central recém-constituído, uma vez que se acreditava que os movimentos do ouro determinavam a trajetória dos preços (Meltzer, 2003).

Neste aspecto, a Grande Depressão marcou um ponto de virada. Com as reformas do *New Deal*, a atuação do Fed foi compatibilizada com o objetivo do governo federal de manter o nível de emprego e a estabilidade da atividade econômica doméstica (Nelson, 2017). Paralelamente, a regulação bancária foi significativamente aprimorada, restringindo o escopo de atuação dos bancos (Meltzer, 2003; Goodhart, 2011). Ao longo da segunda metade do século XX, contudo, essas reformas foram progressivamente modificadas em direção a um modelo no qual o banco central passou a concentrar-se quase exclusivamente no controle da inflação por meio do manejo da taxa de juros (Goodfriend, 2007; Walter e Wansleben, 2020). De forma correlata, a regulação financeira se tornou "*market-friendly*"[4] (Helleiner, 2014). Essas transformações corresponderam à transição para um arcabouço de política monetária baseado na "macroeconomia neoliberal" (Stahl, 2020; Helgadóttir e Ban, 2021). Nesse contexto, o agravamento da Grande Recessão, em 2008, suscitou a expectativa de uma transformação institucional comparável àquela observada durante a Grande Depressão. Em um primeiro momento, o recurso a pacotes "pseudo-keynesianos" parecia confirmar esta previsão. No entanto, rapidamente tornou-se evidente que a crise, longe de encerrar o neoliberalismo, havia criado as condições para uma nova contraofensiva neoliberal (Peck, Theodore e Brenner, 2012).

Desde então, diversos pesquisadores propuseram hipóteses para explicar por que, após a crise, não houve uma transição para um novo modelo de "liberalismo enraizado" (Blyth, 2002). Entre as hipóteses apresentadas há aquelas que identificam na dimensão ideacional o elemento central, ou seja, que consideram que sem uma mudança fundamental no paradigma econômico dominante não poderia haver mudança institucional comparável (Blyth, 2013; Hay, 2011). Outros autores enfatizaram a

[4] O termo refere-se a um modelo específico de regulação financeira que, desde os anos 1990 até a crise de 2008, foi sendo consolidado como um arranjo no qual uma parcela significativa das práticas regulatórias foi delegada às próprias instituições financeiras, que passaram a definir, com base em seus próprios modelos, níveis considerados adequados de exposição ao risco.

dimensão da disputa política, sustentando que, na ausência de forças capazes de confrontar os interesses e a influência dos agentes financeiros privados, não se produziu pressão suficiente para sustentar uma transformação substantiva (Helleiner, 2014; Crouch, 2011). Por fim, destacam-se também as interpretações que explicaram a manutenção do padrão existente de regulação pelo sucesso dos *policy makers* em evitar o colapso do sistema (Eichengreen, 2015; Braun, 2015).

Cada uma dessas análises iluminou aspectos cruciais da crise de 2008, de sua gestão e de suas consequências. Todas, contudo, enfatizam a continuidade entre os períodos pré e pós-crise. Mais recentemente, porém, a literatura tem dado maior destaque aos efeitos das inovações de política adotadas a partir da crise, em particular as políticas do Fed – como a expansão das políticas de balanço e as reformas macroprudenciais. Daniela Gabor (2021), por exemplo, identificou o surgimento do que denomina Consenso de Wall Street, que teria substituído o Consenso de Washington. Esse novo consenso atribui um papel "mais ambicioso" ao Estado: em vez de políticas focadas em liberalização, privatização e austeridade, o Consenso de Wall Street foca em converter projetos públicos em classes de ativos seguras e lucrativas para investidores institucionais, protegidas do risco de liquidez e cambial pelos bancos centrais (Gabor, 2021, p. 3). De forma semelhante, outros autores têm destacado a transformação promovida pelas medidas de enfrentamento à crise, seja por meio do deslocamento da fronteira entre Estado e mercado (Coombs e Thiemann, 2022), da multiplicação de "híbridos Estado-capital" (Alami e Dixon, 2024) ou da expansão de "subsídios" públicos aos mercados financeiros (Sokol, 2023). Nesse sentido, os debates recentes sobre o chamado "retorno do Estado" sugerem que os efeitos da crise de 2008 permanecem em aberto: a crise não resultou apenas no reforço de tendências neoliberais preexistentes, mas pode também ter semeado transformações que, combinadas a outros eventos, abriram espaço para a transição rumo a uma ordem pós-neoliberal (Stahl, 2025).

Este artigo busca contribuir para esse debate mais amplo a partir de um recorte específico: a análise das respostas do Fed à Grande Recessão em contraste com as respostas à Grande Depressão. Enquanto, no caso da Grande Depressão, a crise produziu, num intervalo de 6 anos, uma ruptura tanto com o paradigma econômico liberal quanto com o padrão institucional pré-depressão, desde a Grande Recessão até a atualidade ainda não se observou uma ruptura clara com o arcabouço ou a institucionalidade do período anterior à crise. Pelo contrário, as *políticas de balanço* e as reformas *macroprudenciais* foram assimiladas ao arcabouço de política monetária da Grande Moderação *como se fossem* mecanismos de ajuste incremental (cf. Baker, 2013; Moschella e Tsingou, 2016; Sutton, 2019). Argumentamos que, embora os policy makers tenham pretendido apenas "ajustar" o arcabouço de política monetária concebido pelo Novo Consenso Macroeconômico, na prática, a incorporação de novas políticas ao arcabouço existente produziu tensões estruturais que fragilizam sua

sustentação[5]. Essas tensões manifestam-se, por exemplo, no conflito entre a busca do controle da inflação e da estabilidade financeira, na fricção crescente entre "independência" e politização do banco central, bem como no deslocamento de uma governança baseada em regras para formas mais discricionárias de intervenção. A análise da atuação do Fed nesses dois contextos sugere que a mudança institucional pode ocorrer de formas muito distintas. Se nos anos 1930 a resposta à crise resultou na construção formal de novas instituições, no caso da Grande Recessão, os elementos de uma nova institucionalidade têm tomado forma em tensão com o anseio de preservar o antigo arcabouço de política monetária.

Além desta introdução e da conclusão, o artigo está organizado em três seções. A primeira examina a atuação do Federal Reserve durante a Grande Depressão, contrastando a manutenção do funcionamento institucional nos anos do governo Hoover com as reformas implementadas nos primeiros anos do governo Roosevelt. A segunda seção analisa a resposta à Grande Recessão, com ênfase no banco central americano e nas inovações mobilizadas para enfrentar a crise. Por fim, a terceira seção contrapõe esses dois momentos históricos, destacando as especificidades das transformações introduzidas no contexto da Grande Recessão.

O enfrentamento à Grande Depressão e a transição para o "liberalismo enraizado"

Em outubro de 1929, eclodiu o *crash* da Bolsa de Valores americana. Inicialmente, o presidente Herbert Hoover e o governo em geral interpretaram o colapso do mercado acionário como a consequência inevitável de anos de imprudência do Federal Reserve que, ao manter uma política de juros baixos, favoreceu o crédito destinado à especulação. À medida que a crise se revelou persistente e se disseminou para outros setores da economia, o esforço do governo passou a se concentrar na tentativa de reorientar os empresários para que voltassem a alocar capital nos setores produtivos. O fundamental para Hoover era restabelecer a confiança e evitar o "*over-pessimism"* (Text of Hoover's [...], 1929) que a crise poderia gerar. Para isso, suas medidas seguiram duas direções. Por um lado, realizar obras públicas federais e, especialmente, fazer com que governadores e prefeitos adiantassem as obras previstas, com o objetivo de estimular o emprego. Por outro, estimular, através de conferências na Casa Branca, a cooperação entre governo, setor privado e trabalhadores para que a confiança econômica fosse preservada[6] (Barber, 1985).

[5] Chamamos de "arcabouço de política monetária" o conjunto de princípios, objetivos, instrumentos e regras operacionais que orienta o Fed no cumprimento de seu mandato. Como abordaremos ao longo do artigo, o que constitui esse arcabouço se altera historicamente, de modo que buscamos evitar aqui a equivalência entre política monetária e política de juros.

[6] Uma das primeiras medidas tomadas pelo governo foi a promoção de uma série de conferências na Casa Branca com os principais representantes da comunidade empresarial, dirigentes de ferrovias, de companhias de construção e organizações agrícolas. A ideia era convencer os empresários a não retraírem, e se possível inclusive expandirem, os investimentos previstos. O objetivo era utilizar o governo como um catalisador para a ação cooperativa voluntária no setor privado (Barber, 1985).

Do lado do Federal Reserve, o colapso da bolsa provocou uma reversão da tendência, iniciada em 1928, de aumentar a taxa de redesconto dos *Federal Reserve Banks*[7]. Principalmente para o Fed de Nova Iorque a situação era muito delicada pois, se os bancos não fossem capazes de continuar emprestando, a retirada de investidores do mercado acionário poderia levar ao fechamento da bolsa. Os bancos de Nova Iorque, em cinco dias, aumentaram seus empréstimos no Fed de US$ 40 milhões para mais de US$ 150 milhões. Em 1º de novembro, o Conselho do Federal Reserve aprovou a redução da taxa de redesconto de 6% para 5% no Fed de Nova Iorque, e para 4,5% em 15 de novembro (Chandler, 1971).

Na reunião do *Open Market Investment Committee* (OMIC), em janeiro de 1930, a avaliação predominante foi a de que o pânico já havia diminuído, o crédito estava disponível a uma taxa razoável e a pressão sobre a janela de redesconto também havia arrefecido. A exceção era o representante do Fed de Nova Iorque, George Harrison, que discordava da percepção de que havia oferta plena de crédito. Mesmo assim, o comitê decidiu manter as taxas nos níveis vigentes e não realizar novas operações de mercado aberto. Nos meses seguintes, entretanto, observou-se um afrouxamento geral da política monetária, com o Fed de Nova Iorque assumindo a dianteira na redução das taxas de redesconto e de aceite no mercado aberto. Em maio, a taxa mínima dos aceites chegaria a 2,5% e a de redesconto a 3% em Nova Iorque (Chandler, 1971).

Nesse período, o Fed atuava a partir de dois instrumentos: empréstimos via janela de redesconto das letras de câmbio e a compra (e venda) de títulos do governo no mercado aberto. Os dois mecanismos eram utilizados de forma complementar para atender às demandas por crédito do comércio e dos negócios: 'a política da taxa de redesconto reforçava a política de mercado aberto' (Meltzer, 2003, p. 161). O modelo que orientava essa condução, desde a fundação do Fed em 1913, era a chamada *Real Bills Doctrine*. O princípio geral desta doutrina era garantir a elasticidade monetária em períodos de demanda elevada por crédito, isto é, fornecer moeda reserva para os bancos para que o comércio e a produção pudessem prosperar sem restrições. Partia-se do pressuposto de que, na medida em que o crédito fosse gerado tendo como garantia letras de câmbio comerciais, o estoque monetário variaria proporcionalmente à produção. Assim, acreditava-se que a própria produção geraria seus meios de pagamento e que a quantidade de moeda se adaptaria às necessidades legítimas dos negócios. Sob essa perspectiva, era possível atender as necessidades de financiamento da economia sem produzir tendências especulativas no mercado (Humphrey, 2001).

[7] O *Federal Reserve System*, como criado pelo *Federal Reserve Act* de 1913, era composto por doze bancos regionais de reserva semiautônomos com ações detidas pelos bancos comerciais membros de cada distrito e supervisionados por um conselho público. Como centro financeiro do país, o Fed de Nova Iorque desde aquela época ocupava uma posição central nos momentos de crise (Meltzer, 2003).

Essa concepção revela o caráter essencialmente passivo que se atribuía ao Fed em relação ao ciclo econômico. Consistente com a prática predominante dos bancos centrais à época, a autoridade monetária não perseguia ativamente a estabilização do nível de preços, limitava-se a responder à demanda por reservas dos bancos (Humphrey, 2001).[8] Durante os anos do governo Hoover foi sob essa institucionalidade que o Fed operou e atuou diante da crise. No entanto, com o agravamento da crise internacional e a saída da Grã-Bretanha do padrão-ouro, os limites desse modelo começariam a ficar mais evidentes. O efeito imediato foi uma intensa retirada de ouro do país, dado o risco de desvalorização do dólar no caso de o país também abandonar o padrão-ouro. A perda de reservas de ouro reduziu as reservas bancárias e, por consequência, a economia doméstica sofreu uma enorme contração do crédito bancário, com as taxas de juros subindo exponencialmente e o preço dos ativos despencando. Mesmo assim, com a prioridade dada à preservação do padrão-ouro, a reação inicial do Fed foi elevar a taxa de redesconto e reduzir o volume de compra de ativos no mercado aberto (elevando os juros) para conter a saída do ouro e sinalizar o compromisso com a conversibilidade (Wheelock, 1992; Chandler, 1971).

Logo a deflação dos preços dos ativos se mostrou avassaladora, assim como as falências bancárias. Os governadores então retomaram o afrouxamento monetário. No entanto, havia, dessa vez, um empecilho prático que antes não estava colocado: a fuga de ouro havia gerado o receio quanto à escassez de "ouro livre".[9] Expandir as compras de títulos no mercado aberto exigia, portanto, uma flexibilização das regras que limitavam a criação de moeda pelo Fed. Nesse contexto foi aprovado no Congresso o *Glass-Steagall Act* de 1932, que permitiu ao Fed utilizar títulos do governo como lastro para a emissão de moeda (Barber, 1985). A partir dessa flexibilização, o Fed pôde expandir as compras de títulos do Tesouro – primeiramente no montante de US$ 25 milhões por semana e, a partir de abril, US$ 100 milhões por semana. Eichengreen (2015) argumenta que essa expansão teve efeitos

[8] Há um debate relevante na literatura sobre o caráter passivo ou discricionário da política monetária do Federal Reserve no período entreguerras. Embora o Fed tenha operado predominantemente de forma acomodatícia, respondendo às demandas dos bancos por reservas via redesconto, a descoberta, no início dos anos 1920, dos efeitos das operações de mercado aberto sobre as reservas bancárias, o chamado "efeito tesoura", abriu espaço para a interpretação de que a política monetária poderia influenciar o nível de atividade econômica (Humphrey, 2001). Friedman e Schwartz (1963) sustentam que essa compreensão esteve por trás das políticas expansionistas de 1924 e 1927 e que a inação do Fed em 1930–31 foi uma ruptura com essa conduta – interpretação contestada por autores como Wheelock (1992) e Chandler (1971), que enfatizam a queda da demanda por crédito, a distribuição desigual de ativos elegíveis ao redesconto e as restrições institucionais impostas às operações do Fed. Mehrling (2011) reforça que, mesmo com maior ativismo em mercado aberto, os limites aos títulos elegíveis reduziram significativamente a capacidade do Fed de conter o colapso bancário.

[9] O "ouro livre" era o ouro detido pelo banco central acima do necessário para lastrear as notas emitidas, que era utilizado para garantir a conversibilidade internacional do dólar. A lei previa que a emissão de moeda fosse integralmente lastreada, com pelo menos 40% de lastro em ouro e o restante em letras comerciais de curto prazo. A depressão havia encolhido o número de letras comerciais em circulação, devido à queda generalizada na demanda por crédito. Ao mesmo tempo, a demanda por moeda física crescia, com o público preferindo manter dinheiro em espécie a mantê-lo depositado no banco. Para atender a essa demanda, mais ouro precisava ser usado como lastro, com isso, a capacidade do banco central de atender a demandas de estrangeiros pelo estoque de ouro ficava comprometida, a ponto de um movimento mais intenso de saída do ouro poder colocar em risco a manutenção do padrão-ouro (Barber, 1985).

importantes, chegando a estabilizar alguns preços no verão de 1932. Na reunião de agosto, os governadores do Fed avaliaram positivamente a condição dos bancos-membros que, com a crescente entrada de ouro e os empréstimos da *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), começaram a recuperar um bom nível de reservas.[10] Diante da melhora nas reservas bancárias, o Fed descontinuou o programa de compras no mercado aberto na segunda metade do ano (Wheelock, 19992). Como consequência, logo os problemas bancários voltaram com força, culminando no grande colapso do sistema bancário em março de 1933 – que seria estancado pelo *Emergency Banking Act* de Roosevelt.

Entre a eleição de Roosevelt, em novembro de 1932, e sua posse em março de 1933, se desenrolou um período de crescente incerteza que afetou sobretudo o setor bancário. Diante da ação inefetiva de Hoover, os estados tentavam resolver sua própria situação, decretando feriados, limitando saques e permitindo a emissão de *scrip* (moeda emergencial) (Kennedy, 1973). Em 3 de março, cerca de metade dos estados já haviam decretado feriados bancários. A pressão aumentou sobre os bancos de Nova York, e em 4 de março foi decretado feriado bancário no estado. Quando Roosevelt assumiu o cargo, o sistema bancário dos Estado Unidos estava à beira do colapso total (Phillips, 1995).

A prioridade do presidente ao tomar posse foi resolver a crise bancária. Em 5 de março, Roosevelt suspendeu as transações internas em ouro e declarou um feriado bancário de quatro dias. O *Emergency Banking Act*, sancionado em 9 de março, criou a estrutura para reabrir os bancos a partir da ação de inspetores federais que permitiriam que apenas bancos sólidos voltassem a operar. A lei também criou instrumentos para reabilitar financeiramente os bancos: a emissão de ações preferenciais a serem compradas pela RFC e os empréstimos do Fed, concedidos através de uma gama bem mais ampla de ativos elegíveis (Phillips, 1995).

Em 15 de junho foi aprovado o *Banking Act* de 1933 (que ficou conhecido como *Glass-Steagall Act*, mas que se tratava da continuação da lei com o mesmo nome, de 1932). A lei introduziu principalmente 3 reformas: 1) deu ao Federal Reserve a autoridade para definir taxas máximas de pagamento de juros sobre depósitos (*Regulation Q*); 2) estabeleceu a separação entre bancos comerciais e bancos de investimento; 3) e criou a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC). Essas reformas manifestavam o diagnóstico predominante da época de que o colapso do sistema bancário era resultado dos equívocos cometidos pelos bancos. Desde o começo da crise estava presente a preocupação com a expansão do crédito para especulação e os prejuízos que isso gerava aos depositantes. Logo, a imposição de um teto para os juros pagos nos depósitos a prazo (e a eliminação dos juros em depósitos à vista) nos bancos foi adotada como um mecanismo para reduzir

[10] A *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) foi uma agência federal criada em 1932, durante o governo Hoover, com o objetivo de prover liquidez emergencial ao sistema financeiro e a setores estratégicos da economia. Inspirada na *War Finance Corporation* da Primeira Guerra Mundial, a RFC operava como um veículo de crédito público, capitalizado inicialmente pelo Tesouro e autorizado a emitir títulos garantidos pelo governo federal, concedendo empréstimos a bancos, ferrovias e outras instituições consideradas solventes, porém ilíquidas (Mason, 2009).

a competição entre os bancos e, com isso, reduzir o apetite por investimentos muito arriscados. A separação entre os dois tipos de bancos, por sua vez, tinha como objetivo proteger os depósitos dos investimentos especulativos, garantindo que eles fossem destinados a atividades produtivas. Por fim, a criação do seguro de depósitos pretendia aumentar a resiliência do sistema às sucessivas corridas bancárias que haviam sido testemunhadas nas décadas anteriores e, especialmente, nos anos anteriores (Weiher, 2001).

A lei de 1933 também forneceu reconhecimento legal ao órgão encarregado das operações de mercado aberto, o Federal Open Market Committee (FOMC). No entanto, a reforma institucional do Federal Reserve, que transformaria seu caráter passivo em direção a uma política de intervenção sobre o ciclo econômico e sobre o emprego, só se consolidou com a aprovação do *Banking Act* de 1935. O Título I alterou as disposições permanentes relativas ao FDIC previstas na Lei Bancária de 1933, reduzindo a cobertura dos depósitos de US$ 10.000 para US$ 5.000 (o que já cobria 98% das contas) e estabelecendo a contribuição anual dos bancos para o fundo equivalente a 1/12 de 1% dos depósitos totais (Bradford, 1935). O título mais controverso, entretanto, foi o título II.

O Título II da lei reformou a estrutura do Fed em ao menos dois aspectos cruciais: 1) o poder sobre as operações de mercado aberto foi retirado dos Federal Reserve Banks e atribuído ao Open Market Committee do Federal Reserve Board em Washington, que a partir desse momento se tornava o único responsável pela decisão e pela condução das operações; 2) os Reserve Banks foram autorizados a redescontar ou conceder adiantamentos aos bancos membros com base em quaisquer "ativos sólidos", substituindo a designação de "ativos elegíveis" (Phillips, 1995). A centralização decisória e a ampliação do conjunto de ativos elegíveis eram vistas como condições fundamentais para que a atuação do Fed deixasse de responder exclusivamente às "necessidades do comércio", conforme preconizava a doutrina das letras reais, e passasse a incorporar objetivos mais amplos, como a estabilidade da atividade econômica e o nível de emprego (Nelson, 2017). O objetivo de Marriner Eccles, o então governador do Fed designado por Roosevelt e principal responsável pela reforma de 1935, era "assegurar que apoio adequado estivesse disponível sempre que necessário para o financiamento de emergência envolvido em um programa de recuperação e de assegurar que uma recuperação não escapasse ao controle e fosse seguida por uma depressão"[11] (Eccles, 1951, p. 174).

As reformas implementadas, de forma gradual, alteraram o padrão institucional da política monetária e da regulação bancária. Foi a partir dessa nova institucionalidade que o papel do Fed pôde ser modificado de uma agência voltada basicamente para acomodar as pressões sobre a demanda por crédito dos negócios, para um órgão ativo em relação à atividade econômica em favor do pleno

[11] No original: to assure that adequate support is available whenever needed for the emer gency financing involved in a recovery program, and to assure that a recovery does not get out of hand and be followed by a depression.

emprego (Tugwell, 1957). Essa mudança aparece no documento de 1939 publicado pelo Fed[12], no qual afirma-se explicitamente que seu objetivo era "manter condições monetárias favoráveis ao uso ativo e saudável da capacidade produtiva do país, ao pleno emprego e a um nível de consumo compatível com um bem-estar amplamente distribuído"[13] (Federal Reserve, 1939, p. 115). Na prática isso implicou um arcabouço de política monetária subordinado às necessidades da política fiscal do governo, isto é, o Fed passou a intervir com maior frequência no mercado de títulos públicos para estabilizar seus preços e evitar aumentos acentuados nas taxas de juros (Gabor, 2021). Embora essa estratégia tenha tido vida curta, encerrando-se com o Acordo entre o Tesouro e o Federal Reserve de 1951, o fundamental para ao argumento aqui proposto é que as reformas dos anos 1930 marcaram uma inflexão no poder institucional do Fed, que se consolidou como uma autoridade centralizada e dotada de funções de gestão macroeconômica (Conti-Brown, 2016).

O enfrentamento à Grande Recessão e a manutenção do arcabouço de política monetária da Grande Moderação

Quando a Grande Recessão emergiu em 2007 o Fed já cumpria uma função muito distinta da imaginada por Eccles em 1935. Seu mandato passou a ter como objetivo principal o controle do nível inflacionário a partir de uma ação indireta, a saber, a manipulação (fine tuning) da taxa de juros.[14] Esse modelo resultou da ascensão, a partir dos anos 1990, do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) como paradigma dominante tanto no debate econômico quanto nas práticas de política econômica. De forma sintética, esse modelo sustenta que a política monetária deve se orientar por um regime de metas de inflação, no qual a taxa de juros constitui o principal instrumento dos bancos centrais para assegurar, como objetivo prioritário, uma inflação baixa, estável e convergente à meta. Isso seria possível se a política de juros perseguisse a "taxa natural de juros" capaz de manter a demanda agregada compatível com os ciclos econômicos reais (Goodfriend, 2007). Esse arcabouço se consolidou no período que ficou conhecido como a "Grande Moderação" (Bernanke, 2004). Os economistas acreditavam terem dominado os mistérios da economia (Borio, 2019). A crença de que mantendo um baixo patamar de inflação e o controle da taxa de juros de curto prazo o mercado daria conta do resto era validada pelos bons indicadores macroeconômicos. Nesse contexto, as políticas que envolvem a gestão do balanço do banco central se limitaram ao papel auxiliar de garantir que a taxa de referência do mercado – no caso de Fed, a *federal funds rate* – acompanhasse o nível desejado

[12] *The Federal Reserve System: Its Purposes and Functions*

[13] No original: to maintain monetary conditions favorable for an active and sound use of the country's productive facilities, full employment, and a rate of consumption reflecting widely diffused well-being.

[14] Nesse modelo, mesmo uma inflação relativamente elevada tenderia a desorganizar a economia: "A inflação elevada e instável aumenta a variabilidade dos preços relativos e das taxas de juros reais, por exemplo, distorcendo as decisões relativas ao consumo, ao investimento de capital e ao investimento em estoques, entre outros" (Bernanke, 2004, p. 156)

da taxa de juros (Borio e Disyatat, 2009). Tal funcionamento mudaria radicalmente com o agravamento da crise ao longo de 2008.

O Fed respondeu aos primeiros indícios da crise de 2008 da maneira tradicional, reduzindo a taxa de juros de curto prazo e a taxa de redesconto, e atuando como "emprestador de última instância" para o sistema bancário tradicional via janela de redesconto. No entanto, logo se tornaria claro que essas medidas não seriam suficientes. Essa constatação levou os banqueiros centrais a implementar as chamadas "políticas monetárias não convencionais". A caracterização dessas medidas como "não convencionais" é uma referência à dissonância que as políticas de balanço para fins de estabilização financeira representavam para o arcabouço de política monetária existente. Nesta seção abordamos brevemente como ao longo da crise as políticas de balanço assumiram a dianteira na busca pela estabilização financeira e pela recuperação econômica.

A deterioração das condições financeiras tornou-se evidente a partir de agosto de 2007, quando o *TED spread*[15] disparou depois que o banco francês BNP Paribas suspendeu temporariamente os resgates de três de seus fundos porque não conseguia avaliar de forma confiável o valor dos títulos lastreados em hipotecas (Eisenbeis, 2010). Houve então uma corrida, principalmente por parte dos *money market funds* (MMFs), contra os *structured investment vehicles* (SIVs) e também as chamadas conduits – ou seja, o financiamento de curto prazo para esses veículos (principalmente via ABCP) secou subitamente (Lysandrou e Nesvetailova, 2015). A partir desse momento, instituições financeiras do mundo inteiro começaram a questionar o valor de uma gama de ativos utilizados como garantia nos seus empréstimos. A complexidade da composição dos variados tipos de títulos financeiros associados à títulos hipotecários tornava impossível uma avaliação dos preços de mercado com base na separação entre instrumentos "bons" e "ruins" (Schoenholtz e Cecchetti, 2017). Quando o financiamento secou, os balanços de SIVs e conduits tiveram de ser incorporados aos balanços dos bancos controladores. Uma vez que se sabia que os problemas de financiamento de curto prazo eram comuns a todos, os bancos tornaram-se relutantes em emprestar uns aos outros (Lysandrou e Nesvetailova, 2016).

Em reação ao estresse provocado no mercado de ABCP, em 17 de agosto, o Fed ampliou o prazo dos empréstimos concedidos aos bancos por meio da janela de redesconto, de overnight para até 30 dias, por meio da *Term Discount Window Facility*. Além disso, em 12 de dezembro de 2007, o Fed criou a Term Auction Facility (TAF), que permitia aos bancos acessarem recursos da janela de redesconto em leilões realizados aproximadamente a cada duas semanas, com prazos de 28 ou 84 dias. O TAF tinha o intuito de ofertar reservas volumosas aos bancos comerciais evitando o estigma

[15] O TED spread é um indicador financeiro que corresponde à diferença entre a taxa interbancária de três meses de Londres (London Interbank Borrowing Rate – LIBOR) e a taxa dos títulos do Tesouro americano de três meses (Treasury Bills) (Eisenbeis, 2010).

associado ao uso da janela de redesconto (Blinder, 2013). Nesse meio tempo, o Fed reduziu a taxa básica de juros de forma gradual, até que em janeiro de 2008 a percepção dos banqueiros centrais começou a tender para um cenário mais grave de recessão econômica, o que levou à decisão de reduzir a taxa básica em 125 pontos base em apenas duas reuniões em janeiro, com a taxa atingindo 3%. Até esse momento o Fed atuava por meio de seus instrumentos tradicionais, como emprestador de última instância via janela de redesconto e reduzindo a meta da taxa básica de juros.

Mas então, em março de 2008, o Bear Stearns, o menor dentre os cinco maiores bancos de investimento americanos, chegou ao ponto de falência. A elevada dependência do Bear Stearns em empréstimos via operações compromissadas o tornava extremamente suscetível ao congelamento desse mercado. As suspeitas quanto à qualidade dos ativos do banco tornaram os empréstimos via operações compromissadas muito mais difíceis de acessar em razão do aumento substantivos dos "*haircuts*" exigidos pelos credores[16]. Nesse contexto, o J.P. Morgan apresentou interesse em comprar o Bear Stearns. Para viabilizar o acordo, o Fed atuou de forma inédita, com base na seção 13(3) do seu estatuto, assumindo cerca de US$ 30 bilhões em ativos problemáticos do balanço do banco (Tooze, 2018). Como reação à nova fase da crise, o Fed expandiu seu apoio como emprestador de última instância para os bancos de investimento e demais instituições que ocupavam a função de *primary dealers* através da *Term Securities Lending Facility* (TSLF) e da *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). O objetivo era sobretudo estabilizar o mercado de operações compromissadas e impedir que algo parecido com o que havia acontecido com o Bear Stearns acontecesse com outra instituição (Mehrling, 2011). Nesse momento teve início uma nova fase da crise, em que o Fed expandiu sua função de LOLR para instituições financeiras não bancárias, o que, embora fosse atípico, pode ser interpretado como uma atualização da função clássica para o sistema financeiro do século XIX (Carlson e Wheelock, 2013).

A etapa mais aguda da crise, em que medidas inéditas foram implementadas, começaria a partir da falência do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008. Como no caso do Bear Stearns, esperava-se que uma solução privada fosse encontrada a partir de um comprador. Depois de meses de negociações essa expectativa não se concretizou. Segundo Tooze (2018), o Fed e o Tesouro deixaram o banco falir na expectativa de que isso pudesse reduzir as incertezas, ao permitir que o mercado fizesse o seu trabalho. O resultado catastrófico dessa decisão fez com que percebessem a gravidade da crise e mudassem a estratégia de enfrentamento. A partir desse episódio, o Fed passou a ampliar significativamente sua atuação, ampliando o fornecimento de recursos diretamente a instituições não bancárias e implementando programas de compra de ativos, incluindo

[16] nota sobre haircuts. Na medida em que os haircuts aumentam o valor em ativos de garantia aumentar para se obter o mesmo volume de crédito. Se os haircuts se tornam muito elevados o volume total de recursos obtidos no mercado monetário atacado se reduz substancialmente.

obrigações diretas e títulos lastreados em hipotecas emitidos por agências ligadas ao setor habitacional (Borio e Disyatat, 2009).

Um dos principais efeitos do agravamento da crise foi quebra do mercado de Comercial Papers (CP); os emissores de CP deixaram de conseguir emitir títulos de prazo mais longo e passaram a emitir títulos *overnight,* o que agravava o risco de rolagem dos títulos. O Fed então decidiu responder com uma política inovadora: foi criado um *Special Purpose Vehicle* (a CPFF LLC) para comprar CP de 90 dias diretamente de emissores com alta classificação de risco e oferecê-los ao Fed como garantia em troca de recursos em dinheiro. O objetivo desse programa não era apenas permitir a rolagem dos CP emitidos, mas também restaurar a confiança dos investidores privados para que voltassem a investir naquele mercado (Logan et al, 2020). Para Tooze (2018) a grande inovação dessa medida estava em resgatar mercados inteiros, no lugar de instituições específicas, no entanto, para além desse aspecto, era também a primeira vez que o Fed comprava títulos privados com o objetivo de reduzir os *spreads* de juros (Blinder, 2013). Para Tooze (2018) a grande inovação dessa medida estava em resgatar mercados inteiros, no lugar de instituições específicas. No entanto, para além desse aspecto, era também a primeira vez que o Fed comprava títulos privados com o objetivo de reduzir diretamente os *spreads* de juros de um tipo de ativo (Blinder, 2013). Ou seja, era a primeira vez em que o Fed utilizava seu balanço, mesmo que indiretamente, para influenciar a taxa de juros em mercados privados. Em novembro, uma estratégia parecida seria adotada para retomar o mercado de ABS, dessa vez com o objetivo de estimular também o crédito ao consumo.

A securitização de empréstimos tinha sido um elemento central no *boom* de consumo dos anos 2000. O aprofundamento da crise em setembro elevou agudamente os *spreads* de *asset-backed securities* (ABS), tornando seu custo praticamente proibitivo – novas emissões chegaram a cessar completamente em outubro. O Fed então criou o *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) com o objetivo de reativar o mercado de ABS e, com isso, estimular a economia. O TALF forneceria empréstimos inicialmente de até um ano (depois estendido para 3) a investidores que comprassem ABS com classificação AAA, garantidos por empréstimos novos ou recentemente originados para automóveis, cartões de crédito, estudantes e demais empréstimos garantidos pela *Small Business Administration*.

A implementação desses programas foi, como analisou Mehrling (2011), fundamental para estabilizar o sistema financeiro porque, nas décadas anteriores à crise, o sistema financeiro americano havia se transformado em um sistema *market-based* (em substituição ao modelo *bank-based*). Neste modelo, o crédito é predominantemente obtido via negociação de títulos no mercado (e não mais através de empréstimos bancários). Com isso, recompor a liquidez de bancos e outras instituições financeiras não foi suficiente para reestabelecer toda a teia de negociação de títulos que sustentava esse sistema. Foi necessário atuar diretamente nos mercados de títulos, como um *market maker*.

O primeiro programa de compra de ativos em larga escala também seguia essa lógica, no entanto, nesse caso com ativos de longo prazo. O Conselho de Governadores anunciou, em novembro de 2008, um programa de compra de ativos ligados às GSEs (até US$ 100 bilhões em obrigações diretas de GSEs e até US$ 500 bilhões em MBS) com o objetivo de reduzir os spreads de juros desses ativos e, com isso, reduzir também as taxas hipotecárias, favorecendo o refinanciamento e aliviando o estresse nesses mercados (Reisenbichler, 2019). Em março de 2009, esse programa seria expandido com compras adicionais de ativos ligados às GSEs e, dessa vez, também de títulos do Tesouro. Nesse caso, a intensão não era apenas reduzir o estresse nos mercados financeiros, mas estimular a economia de forma mais ampla. Supunha-se que, ao elevar a demanda por ativos de longo prazo, fazendo com que seus preços subissem e o rendimento caísse, os investidores buscariam novos ativos, migrando para títulos corporativos, ações e demais ativos. Assim, a compra afetaria não apenas o preço dos títulos comprados pelo Fed, mas também dos demais ativos, produzindo um efeito de redução no prêmio de risco da economia como todo (Bernanke, 2010; Kohn, 2017).

Borio e Disyatat (2009) caracterizaram essa medida como uma política de "quasi-debt menagement", pois o objetivo nesse caso não era controlar os custos de financiamento da dívida pública, mas alterar a composição dos passivos que estavam em poder do setor privados. Essa medida, que ficou conhecida como quantitative easing, teve ainda novas rodadas em 2010, 2012 e voltaria em volume muito maior no contexto da crise da COVID-19 (Bowman, 2024). Elas se apresentaram, primeiramente, como medidas emergenciais para um momento em que as taxas de juros estavam no limite inferior zero. No entanto, conforme os *policy makers* mantiveram seu uso mesmo fora de momentos de crise, foi ficando claro que essas políticas, na realidade, "preenchiam uma lacuna" (Turner, 2021) existente no arcabouço da Grande Moderação em que a política monetária se reduzia à política de juros. Para o autor, essa lacuna era o objetivo de estabilidade financeira. Sob a doutrina anterior, a instabilidade financeira deveria ser enfrentada apenas através da atuação do banco central como emprestador de última instância. A crise de 2008 derrubou essa crença e, desde então as políticas de balanço passaram a integrar a caixa de ferramentas do Fed.

Para Gabor (2021), o que a crise de 2008 produziu, reforçada pela crise da COVID-19, foi o reconhecimento pelos bancos centrais do papel macrofinanceiro dos títulos públicos, isto é, o papel que desempenham na transmissão da política monetária, uma vez que o canal das expectativas se mostrou insuficiente para alinhar seus rendimentos com os juros de curto prazo. Num sistema financeiro maket-based, em que o crédito circula predominantemente através da negociação de títulos, os títulos públicos (e também os MBS, no caso dos Estados Unidos), são o principal colateral a parti do qual essas negociações são feitas. Esse reconhecimento, entretanto, não veio acompanhado de um novo arcabouço de política monetária, pois isso envolveria questionar a centralidade das metas

de inflação, assim como a coordenação entre políticas monetária e fiscal. Na próxima seção abordamos o contraste dessa solução com a adotada nos anos 1930.

Mudança institucional no pós-crise

O contraste com a Grande Depressão permite identificar a ambiguidade presente na resposta da crise mais recente. No caso da Grande Depressão, as reformas que foram sendo introduzidas para enfrentá-la prepararam o terreno para consolidação de um novo paradigma de política econômica, posteriormente caracterizado como "keynesiano" (Weir, 1989). Já, no caso da crise recente, as mudanças foram sendo incorporadas ao paradigma anterior, no sentido de "preencher lacunas". Com isso, o desdobramento da crise foi muito distinto no segundo caso, pois não envolveu reformas institucionais substantivas. O aspecto surpreendente é que esforço em preservar a institucionalidade existente acabou por minar suas bases técnica e política, dando lugar a tensões crescentes quanto ao futuro do Fed como instituição.

No contexto da Grande Depressão, embora as rupturas tenham se dado progressivamente, as reformas que foram sendo introduzidas apontavam para maior controle estatal e maior segurança econômica – em detrimento do princípio de livre mercado. As reformas na atuação do Fed e na regulação bancária foram no sentido de aumentar o controle do Estado no funcionamento dos mercados. Essa tendência derivou do diagnóstico mais geral dentro do governo de que a crise era resultado da falta de supervisão dos bancos por parte do Estado e que era dever do governo instaurar a supervisão e garantir a segurança dos depósitos dos cidadãos (Menand, 2021). Kennedy (2009) argumenta que o fundamento comum a todas as reformas implementadas pelo New Deal não era apenas dar fim à crise, mas "tornar a vida menos arriscada e mais previsível, atenuando, pelas gerações seguintes, aquilo que FDR repetidamente chamou de os 'riscos e vicissitudes' da vida"[17]. Nesse sentido, as medidas que introduziram reformas institucionais e as que buscavam promover recuperação econômica faziam parte de um processo mais amplo de garantir estabilidade para a economia e para a sociedade americana.

No caso da crise recente, diferentemente, as políticas de reforma e recuperação não compuseram um quadro mais amplo de mudanças políticas e institucionais. O que se deu foi uma certa "divisão do trabalho" em que o Fed assumiu a frente na tarefa de recuperar o sistema financeiro, enquanto o governo ficou responsável pelos estímulos fiscais e por disputar a batalha no congresso pela aprovação de uma reforma do sistema financeiro (ver: Blinder, 2013; Tooze, 2018). Reformas regulatórias significativas foram aprovadas – embora com alcance limitado como veremos. Além disso, embora o arcabouço de política do Fed tenha se mantido praticamente o mesmo, voltado

[17] No original: to make life less risky and more predictable, to temper for generations thereafter what FDR repeatedly called the "hazards and vicissitudes" of life.

sobretudo para o controle da inflação, as novas políticas de balanço aumentaram consideravelmente o grau da intervenção nos mercados. Com isso, desde a crise, o arcabouço de política do Fed se tornou o centro de tensões crescentes que tornam incerto o papel que a instituição desempenhará no futuro.

Em julho de 2009, o presidente do Fed, Ben Bernanke (2009), se referiu explicitamente à necessidade de implementação de medidas macroprudenciais na regulação financeira. Nessa altura, o presidente Obama já havia se reunido com o G20 e endossado uma agenda de reformas no padrão internacional de regulação financeira que, em setembro de 2010, seria anunciado como o Acordo de Basiléia III (Helleiner, 2014). O acordo de Basiléia III introduziu mudanças significativas em relação à Basiléia II, como uma definição mais rigorosa de capital, uma nova razão de alavancagem mínima e a introdução de um padrão global de liquidez – que sob Basiléia II era ausente (Wilmarth Jr, 2020; Helleiner, 2014). Tais reformas representariam uma transição da regulação microprudencial, própria ao período pré-crise, para um padrão que inclui também a abordagem macroprudencial. Esse foi também o sentido que as propostas de reforma do sistema financeiro assumiram na escala nacional.

Também em meados de 2009, o Tesouro, sob liderança do novo secretário Timothy Geithner, publicou um documento, chamado *Financial Regulatory Reform: A New Foundation,* em que propunha que a criação de uma nova autoridade legal que ficaria responsável pela estabilidade sistêmica. Esta seria composta por um conselho interagências, presidido pelo Departamento do Tesouro, no qual o Fed assumiria a responsabilidade operacional pelo monitoramento macroprudencial. Após 13 meses de intensas negociações no Congresso, foi aprovada em julho de 2010 a Lei Dodd-Frank que, entre outras coisas, criou o *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) em moldes similares ao proposto pelo Tesouro (Ziegler e Woolley, 2016; Blinder, 2013). A criação do FSCO refletiu a abordagem macroprudencial que emergiu após a crise, seu mandato é o de identificar, monitorar e responder a ameaças ao sistema financeiro. De modo que, pode-se comparar sua função com a do regulador prudencial, como sugere o modelo Twin Peaks[18]. No entanto, Schooner (2021) considera que essa aproximação tem limites pois, embora possa emitir recomendações aos reguladores primários, o FSCO não possui autoridade para definir prioridades de supervisão nem para elaborar novas regulações. Nessa perspectiva a principal falha desse modelo seria o mecanismo de *accountability*. Na prática, o conselho possui uma responsabilidade difusa, pois seu mandato não coincide com seus poderes efetivos.

Entre as propostas debatidas no Congresso nessa mesma época estava a retomada do *Glass-Steagall Act*, extinto formalmente onze anos antes pelo próprio Congresso. Essa ideia, no entanto, foi rapidamente superada pela solução incorporada à chamada *Volcker Rule*. A lei proibiu operações

[18] A estrutura Twin Peaks organiza a regulação financeira em dois polos distintos: um dedicado à estabilidade sistêmica (prudencial) e outro à conduta de mercado e proteção do consumidor (Schooner, 2021).

proprietárias por instituições depositárias sistematicamente importantes com acesso ao seguro federal de depósitos. Assim, ao invés de introduzir uma reforma estrutural, como a separação entre bancos comerciais e bancos de investimento havia sido em 1933, a lei buscou adaptar as práticas bancárias existentes restringindo indiretamente a exposição dos depositantes ao risco (Lockwood, 2025)[19]. Ademais, com a lei, as grandes fusões entre instituições financeiras promovidas durante a crise puderam ser mantidas[20].

A Dodd-Frank também introduziu mudanças no Fed. Foi criado o cargo de vice-presidente para supervisão, cujas principais atribuições são desenvolver recomendações de política relacionadas à supervisão e regulação de instituições financeiras e supervisionar diretamente essas atividades. O presidente Obama nomeou Daniel Tarullo para o Conselho de Governadores em 2009 e, na ausência de um vice-presidente formalmente nomeado, ele passou a atuar, na prática, como o principal responsável do Conselho pela política de regulação e supervisão. Tarullo compartilhava da opinião geral entre os economistas do Fed de que a capacidade dos reguladores de diagnosticar bolhas financeiras era limitada, apontando para a escassez de indicadores capazes de revelar sua existência. Por isso, seu foco esteve em implementar políticas estruturais – e não política anticíclicas, que necessariamente teriam uma base discricionária devido à ausência de indicadores científicos. Nesse caso, justificaram-se reformas que tornavam o sistema mais resistente às crises, mas não reformas que pudessem mitigar o ciclo financeiro (Mendonça e Deos, 2020; Thiemann, 2024).

Nesse processo, os testes de estresse tornaram-se o principal instrumento para a estabilidade financeira. Com base nas prerrogativas concedidas pela Dodd-Frank Act, o Federal Reserve passou a realizar, a partir de 2011, o *Comprehensive Capital Analysis and Review* (CCAR), baseado em cenários adversos plausíveis e projetando perdas e receitas futuras. A partir dessa análise o Fed passou a pressionar os bancos a aumentar significativamente seus níveis de capital, levando os maiores bancos a elevar seu capital próprio em cerca de 500 bilhões de dólares entre 2011 e 2014 (Thiemann, 2024, p. 115).

Nesse sentido, os efeitos limitados da nova lei, tanto na atuação do FSCO quanto nas mudanças do Fed, não significaram que a implementação de Dodd-Frank não tenha tido impactos significativos. Quanto ao FSOC, por exemplo, o conselho foi capaz de coordenar a pressão de diferentes entes reguladores para que agências específicas adotassem práticas mais rigorosas[21]. Por

[19] Depois de anos de adiamentos, a lei entrou em vigor em 2015. Nos anos seguintes, sucessivas flexibilizações tornaram a regra repletas de brechas a serem exploradas pelas instituições financeiras (Ver: Lockwood, 2025).

[20] Com a lei no modelo Glass-Steagall o Bank of America não poderia realizar as atividades do Merrill Lynch, adquirido durante a crise. O mesmo valeria para o JP Morgan Chase com as atividades do Bear Stearns (Sanati, 2010).

[21] Um exemplo significativo foi o caso da regulação dos fundos de mercado monetário pós-crise.esses fundos passaram a ser vistos como fonte de risco sistêmico. Inicialmente, a Securities and Exchange Commission adotou uma abordagem branda, mas o Financial Stability Oversight Council interveio, classificando a questão como macroprudencial e pressionando por reformas mais rigorosas. A pressão foi reforçada por outros atores institucionais (especialmente os

outro lado, as disputas em torno da designação (e revogação) de instituições financeiras não-bancárias da categoria de *systemically important financial institutions* (SIFIs) por parte do FSOC e também em torno da adoção (e modificação) da Volcker Rule indicam que tais medidas impuseram perdas relevantes às instituições[22].

Alguns autores descreveram essas mudanças na regulação financeira a partir da ideia de "mudança incremental" (Baker, 2013; Moschella e Tsingou, 2013; Sutton, 2019), isto é, argumentaram que as medidas adotadas não representaram uma mudança estrutural da arquitetura financeira, apenas aumentaram a capacidade de supervisionar as instituições financeiras, reforçaram a regulação existente e buscaram conferir maior resiliência ao sistema. Nesse caso, embora a crise inicialmente tenha se apresentado como uma oportunidade para refundar esse modelo, estabelecendo um novo padrão de regulação financeira, sua implementação foi lenta e diluída. Na prática isso representou o adiamento de reformas mais profundas nas instituições econômicas. No que diz respeito ao mandato do Fed, Bernanke (2011), ainda no imediato pós-crise, previu a tendência de manutenção do arcabouço existente:

> Minha avaliação é que o arcabouço atual da política monetária – com inovações, sem dúvida, destinadas a aprimorar ainda mais a capacidade dos bancos centrais de se comunicar com o público – deverá permanecer como a abordagem padrão, uma vez que seus benefícios em termos de estabilização macroeconômica já foram demonstrados. No entanto, os bancos centrais também estão assimilando uma lição mais ampla: a de que a manutenção da estabilidade financeira é uma responsabilidade igualmente crucial (p. 3)[23].

De fato, as mudanças introduzidas não foram capazes de reformar a estrutura regulatória, ou o arcabouço de política do Fed. No entanto, o que os debates mais recentes sobre a condução de política por parte do Fed têm demonstrado é que, mesmo que limitadas, as novas regras regulatórias e os novos instrumentos de política do Fed, mais do que meros "ajustes", introduziram uma dissonância no paradigma anterior, que se materializou em tensões técnicas e políticas. Nesse sentido, mesmo que a mudança produzida pela crise não tenha resultado uma nova institucionalidade para o

---

presidentes das unidades regionais do Fed). Com isso, a SEC acabou revisando sua posição e implementando regras mais duras (Ziegler e Woolley, 2016).

[22] O FSOC tem a autoridade de determinar que o Fed reforce a supervisão de instituições designadas como SIFI sob a justificativa de que ameaçam a estabilidade financeira. O FSOC designou quatro instituições não bancárias como sistêmicas: American International Group, GE Capital Holdings, Prudential Financial e MetLife. O primeiro governo Trump buscou enfraquecer essa prerrogativa do conselho. Este movimento culminou numa nova orientação a partir de 2019 que prioriza uma abordagem baseada em atividades (no lugar de instituições específicas). Atualmente nenhuma instituição está designada como SIFI (ver: Schooner, 2021). Em 2018, foi aprovado uma nova lei que flexibilizou substancialmente as regras estabelecidas com Dodd-Frank, liberando os bancos com ativos de até US$ 250 bilhões de grande parte das obrigações estabelecidas pela lei anterior (Rappeport e Flitter, 2018). Quando ao extenso programa de desregulação que teve início com o primeiro governo Trump ver: Kelleher (2025); Basu (2025).

[23] No original: My guess is that the current framework for monetary policy – with innovations, no doubt, to further improve the ability of central banks to communicate with the public – will remain the standard approach, as its benefits in terms of macroeconomic stabilization have been demonstrated. However, central banks are also heeding the broader lesson, that the maintenance of financial stability is an equally critical responsibility.

banco central – o que fez com que diversos analisas chamassem atenção para a continuidade dos períodos pré e pós crise – a estrutura desse institucionalidade tornou-se mais frágil e também menos capaz de, de fato, orientar as ações dos *policy makers*.

Borio (2019, 2020) chamou atenção para os desafios que os bancos centrais têm enfrentado desde a crise, tanto políticos quanto teóricos, em razão da adoção das políticas de balanço. O autor destaca ao menos quatro limites colocados pela "política monetária acomodatícia" (Borio, 2020, p. 3): primeiro, as condições financeiras excessivamente frouxas criaram um ambiente propício ao risco excessivo; segundo, tais condições tendem a enfraquecer a resiliência dos intermediários financeiros; terceiro, também ensejam a má alocação de recursos num ambiente de muita liquidez e, por fim, há o risco de dominância fiscal e de perda de autonomia dos bancos centrais. Todos esses efeitos prejudicam a eficácia de política de juros em alcançar o objetivo de baixa inflação e crescimento equilibrado. Não é objeto deste trabalho analisar essas hipóteses, o fundamental é destacar como elas apontam para as tensões que surgiram internamente ao paradigma de política do Fed – dificultando tanto o processo decisório dos *policy makers,* quanto a legitimidade política desses atores.

Da mesma forma, as reformas macroprudenciais, mesmo que tendo tido impacto limitado, ao colocarem as funções regulatórias do Fed sob os holofotes, recolocaram-no no centro do conflito político (Goodhart, 2015). Por um lado, há a pressão do setor financeiro para enfraquecer a regulação financeira, reduzir custos do setor e diminuir restrições sobre suas operações. Por outro, a pressão pública impede que o Fed mantenha "o papel de uma agência tecnocrática, orientada por uma preocupação relativamente estreita com a estabilidade de preços"[24] (Goodhart, 2015, p. 303).

Para Borio (2019), a consequência mais grave desse processo é o risco colocado à independência dos bancos centrais. Para ele, as críticas à independência devem-se substancialmente ao crescente hiato de expectativas entre aquilo que os bancos centrais podem entregar e o que deles se espera. À medida que lhes são atribuídas responsabilidades inalcançáveis, como a sustentação do crescimento econômico, do emprego e da estabilidade financeira, a frustração com seu desempenho torna-se inevitável. Com isso, para que se possa preservar a independência dos bancos centrais, Borio (2019) propõe, primeiramente, que os *policymakers* desfaçam a noção de que bancos centrais podem ser o motor do crescimento. Além disso, defende que se amplie a margem de manobra para enfrentar o ciclo financeiro, a partir da adoção de modelos macroeconômicos que contemplem as flutuações endógenas e potencialmente instáveis do sistema. Em contraste com essa posição de reafirmação da importância da independência dos bancos centrais, outros autores interpretam esse tensionamento das suas funções como expressão de um processo mais amplo de politização da instituição, que deveria

[24] No original: the role of a technocratic agency, guided by a relatively narrow concern with price stability.

ser reconhecido e mobilizado em favor de sua redemocratização (Braun, 2021; Monnet, 2024; Downey, 2025).

A Grande Recessão, assim como a Grande Depressão, teve efeitos significativos sobre a atuação do Federal Reserve. No entanto, enquanto no caso da Grande Depressão houve o reconhecimento explícito da necessidade de uma reforma institucional capaz de reorientar a atuação do Fed no sentido da recuperação econômica, na crise recente o banco central foi bem-sucedido no enfrentamento mais imediato da crise. Isso permitiu a separação entre recuperação e reforma, e reduziu o empuxo à reforma institucional. No entanto, na prática, isso significou que a mesma instituição, sob o mesmo arcabouço macroeconômico, teria de responder a um novo problema – a instabilidade financeira. O que Borio (2019) descreveu como um hiato entre o que se espera dos bancos centrais e o que eles de fato podem oferecer reflete, também, um hiato entre as demandas práticas colocadas para o banco central e o arcabouço de política monetária que orienta suas ações.

Nesse sentido, podemos afirmar que o impacto da Grande Recessão sobre o Fed foi ambíguo. Embora a estabilidade financeira tenha ganhado importância, o mandato do Fed, como indica o documento *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy* de 2012, foi reforçado em torno das metas de inflação, que a partir desse documento se tornaram explícitas em 2%. Tampouco a crise da Covid-19 representou uma ruptura com esse arcabouço. A reafirmação do modelo de metas em 2012, foi sucedida por uma leve flexibilização em 2020, quando um novo documento (Amended 2020 Statement) fez referência a "uma inflação que, ao longo do tempo, tenha média de 2%" (inflation that averages 2 percent over time), ou seja, um regime que sustenta a superação da meta depois de um período abaixo da meta. Em 2025, no entanto, o Fed voltou atrás nessa flexibilização. O novo Statement eliminou qualquer menção a estratégias de compensação inflacionária, apenas reafirmou a meta de inflação de 2% no longo prazo (Ireland, 2026).

A centralidade conferida às metas de inflação e ao instrumento da taxa de juros indica como as inovações promovidas durante a crise não foram reconhecidas como parte de um novo arcabouço de políticas do Fed. No entanto, considerando a transição para uma ordem pós-neoliberal, a resposta à crise, embora não tenha produzido uma nova institucionalidade, talvez tenha começado a traçar os elementos para um arcabouço de política sob a nova ordem – como as pesquisas recentes sobre o retorno do *big monetary state* têm buscado compreender (Sokol, 2023).

Considerações Finais

Ao longo deste artigo, buscou-se demonstrar que, embora a Grande Recessão não tenha produzido, até a atualidade, uma transformação institucional de Fed comparável àquela desencadeada pela Grande Depressão, ela deu origem a inovações relevantes na sua forma de atuação que abalaram de forma duradoura o até então sólido arcabouço da Grande Moderação. Argumentou-se que essas

inovações permitiram a preservação do paradigma macroeconômico dominante, mas ao custo de gerar tensões crescentes entre seus pressupostos teóricos e as demandas práticas colocadas à atuação do banco central.

Se a crise não produziu uma transformação formal do banco central, quase duas décadas depois, seus desdobramentos parecem ao menos ter minado o consenso quanto ao seu papel na condução da política monetária e na regulação financeira. Como consequência, tende a se tornar um desafio cada vez maior sustentar um arcabouço monetária concebido para o controle da inflação em um contexto no qual a preservação da estabilidade financeira passou a exigir intervenções discricionárias recorrentes.

A comparação revela, portanto, duas trajetórias muito distintas de mudança institucional. Durante a Grande Depressão, a ruptura com o paradigma econômico anterior, sob a administração Roosevelt, abriu caminho para a construção de um novo arcabouço institucional. A Grande Recessão, em contraste, não produziu uma ruptura clara com o arcabouço existente, mas tornou seus contornos mais difusos e enfraqueceu seus fundamentos. Enquanto a direção da transformação institucional tornou-se relativamente clara após a Grande Depressão, no caso da Grande Recessão, a resposta à crise não envolveu a construção formal de uma nova institucionalidade. Ainda assim, a ausência de uma ruptura clara não deve ser entendida como evidência de mera continuidade; os novos instrumentos e práticas de política econômica podem dar origem a um novo arcabouço que gradualmente começa a tomar forma. Concluímos que a ambiguidade dos efeitos da crise de 2008 faz com que suas consequências para a transição em direção a uma ordem pós-neoliberal permaneçam abertas à interpretação.

Referências

ALAMI, I.; DIXON, A. D. *The spectre of state capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2024.

BAKER, Andrew. The gradual transformation? The incremental dynamics of macroprudential regulation. *Regulation & Governance*, v. 7, n. 4, p. 417–434, 2013.

BARBER, William J. *From new era to New Deal: Herbert Hoover, the economists, and American economic policy, 1921–1933*. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.

BASU, Shreya et al. Deregulation under Trump and reregulation under Biden: economic costs and benefits. *SSRN*, 2025. Disponível em: SSRN 5194800.

BERNANKE, B. The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice. Trabalho apresentado no 56th Economic Conference do Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 18 out. 2011.

BERNANKE, B. S. The crisis and the policy response. Remarks given at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, 13 jan. 2009. Disponível em:

https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm. Acesso em: 15 jul. 2025.

BERNANKE, Ben. *The great moderation*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2004.

BLINDER, Alan S. *After the music stopped: the financial crisis, the response, and the work ahead*. New York: Penguin, 2013.

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

BLYTH, Mark. Paradigms and paradox: the politics of economic ideas in two moments of crisis. *Governance*, v. 26, n. 2, p. 197–215, 2013.

BORIO, C. When the unconventional becomes conventional. Discurso proferido no *The ECB and Its Watchers XXI*, Frankfurt, 30 set. 2020.

BORIO, C.; DISYATAT, P. *Unconventional monetary policies: an appraisal*. Basel: Bank for International Settlements, 2009. (BIS Working Papers, n. 292).

BORIO, Claudio E. V. *Central banking in challenging times*. Basel: Bank for International Settlements, 2019.

BRAUN, B. Central bank planning for public purpose. In: FASSIN, D.; FOURCADE, M. (org.). *Pandemic exposures: economy and society in the time of coronavirus*. Chicago: Hau Books, 2021. p. 105–122.

BRAUN, B. Preparedness, crisis management and policy change: the euro area at the critical juncture of 2008–2013. *The British Journal of Politics and International Relations*, v. 17, n. 3, p. 419–441, 2015.

CARLSON, M. A.; WHEELOCK, D. C. *The lender of last resort: lessons from the Fed's first 100 years*. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2012. (Working Paper, n. 2012-056).

CHANDLER, Lester Vernon. *American monetary policy, 1928–1941*. New York: Harper & Row, 1971.

CONTI-BROWN, Peter. The Administration’s frustrating failure to nominate a Fed Vice Chair for Bank Supervision. *Yale Journal on Regulation*, 13 ago. 2015. Disponível em: Yale Journal on Regulation. Acesso em: 1 set. 2026.

COOMBS, N.; THIEMANN, M. Recentering central banks: theorizing state-economy boundaries as central bank effects. *Economy and Society*, v. 51, n. 4, p. 535–558, 2022.

CROUCH, Colin. *The strange non-death of neo-liberalism*. Cambridge, UK: Polity, 2011.

DOWNEY, L. *Our money: monetary policy as if democracy matters*. Princeton: Princeton University Press, 2025.

EICHENGREEN, Barry. *Hall of mirrors: the Great Depression, the Great Recession, and the uses—and misuses—of history*. New York: Oxford University Press, 2015.

EISENBEIS, R. A. The financial crisis: miss-diagnosis and reactionary responses. *Atlantic Economic Journal*, v. 38, n. 3, p. 283–294, 2010.

FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE. *Statement on longer-run goals and monetary policy strategy*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 24 jan. 2012. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf. Acesso em: 16 maio 2026.

FEDERAL RESERVE SYSTEM. *The Federal Reserve System: its purposes and functions*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1939.

GABOR, Daniela. The Wall Street consensus. *Development and Change*, v. 52, n. 3, p. 429–459, 2021.

GOODFRIEND, M. How the world achieved consensus on monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*, v. 21, n. 4, p. 47–68, 2007.

GOODHART, Charles A. E. The changing role of central banks. *Financial History Review*, v. 18, n. 2, p. 135–154, 2011.

GOODHART, L. M. Brave new world? Macro-prudential policy and the new political economy of the Federal Reserve. *Review of International Political Economy*, v. 22, n. 2, p. 280–310, 2015.

HAY, Colin. Pathology without crisis? The strange demise of the Anglo-liberal growth model. *Government and Opposition*, v. 46, n. 1, p. 1–31, 2011.

HELGADÓTTIR, O.; BAN, C. Managing macroeconomic neoliberalism: capital and the resilience of the rational expectations assumption since the Great Recession. *New Political Economy*, 2021. DOI: 10.1080/13563467.2020.1863344.

HELLEINER, E. *The status quo crisis: global financial governance after the 2008 meltdown*. Oxford: Oxford University Press, 2014.

HUMPHREY, Thomas M. The choice of a monetary policy framework: lessons from the 1920s. *Cato Journal*, v. 21, p. 285, 2001.

IRELAND, Peter N. *The Federal Reserve's dual mandate: statutes, theory, evidence, and practice*. Boston: Boston College; Shadow Open Market Committee, jan. 2026.

KELLEHER, Dennis M. Trump's Wall Street deregulation on steroids is going to cause a horrific economic crash on Main Street. 2025.

KENNEDY, D. M. What the New Deal did. *Political Science Quarterly*, v. 124, p. 251-, 2009.

KENNEDY, S. E. *The banking crisis of 1933*. Lexington: University Press of Kentucky, 1973.

LOCKWOOD, E. Death by a thousand clarifications: how the Volcker Rule's inevitable ambiguity makes it easy to erode and hard to defend while leaving the power of banks unchecked. In: *Ineffective policies*. [S. l.]: Policy Press, 2025. p. 154–170.

LYSANDROU, P.; NESVETAILOVA, A. The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view. *Review of International Political Economy*, v. 22, n. 2, p. 257–279, 2015.

MASON, J. R. The evolution of the Reconstruction Finance Corporation as a lender of last resort in the Great Depression. In: WRIGHT, R. E. (org.). *Bailouts: public money, private profit*. New York: Columbia University Press, 2009. p. 70–92.

MEHRLING, P. *The new Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort*. Princeton: Princeton University Press, 2011.

MELTZER, Allan H. *A history of the Federal Reserve: 1913–1951*. [Chicago]: University of Chicago Press, 20034.

MENAND, L. Why supervise banks? The foundations of the American monetary settlement. *Vanderbilt Law Review*, v. 74, p. 951–1005, 2021.

MENDONÇA, A. R. R. de; DEOS, S. Regulação bancária: uma análise de sua dinâmica por ocasião dos dez anos da crise financeira global. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 24, e202427, 2020.

MONNET, E. The history of central banks. In: *Oxford research encyclopedia of economics and finance*. Oxford: Oxford University Press, 2023.

MONNET, É. *Balance of power: central banks and the fate of democracies*. Tradução de Steven Rendall. Chicago: The University of Chicago Press, 2024. DOI: 10.7208/chicago/9780226825472.001.0001.

MOSCHELLA, M.; TSINGOU, E. Introduction: the financial crisis and the politics of reform: explaining incremental change. In: MOSCHELLA, M.; TSINGOU, E. (ed.). *Great expectations, slow transformations: incremental change in post-crisis regulation*. Colchester: ECPR Press, 2013. p. 1–34. ISBN 9781907301544.

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Business Cycle Dating Committee announcement: June 2009 business cycle trough/end of last recession. 20 set. 2010. Disponível em: https://www.nber.org/news/business-cycle-dating-committee-announcement-september-20-2010. Acesso em: 10 fev. 2025.

NELSON, Mark Wayne. *Jumping the abyss: Marriner S. Eccles and the New Deal, 1933–1940*. Salt Lake City: University of Utah Press, 2017.

PECK, J.; THEODORE, N.; BRENNER, N. Postneoliberalism and its malcontents. In: PECK, J.; THEODORE, N.; BRENNER, N. (org.). *The point is to change it: geographies of hope and survival in an age of crisis*. Oxford: Wiley-Blackwell, 2010. p. 94–116.

PECK, Jamie; THEODORE, Nik; BRENNER, Neil. Neoliberalism resurgent? Market rule after the Great Recession. *South Atlantic Quarterly*, v. 111, n. 2, p. 265–288, 2012.

PECK, Jamie; THEODORE, Nik. Still neoliberalism? *South Atlantic Quarterly*, v. 118, n. 2, p. 245–265, 2019.

PHILLIPS, Ronnie J. *The Chicago plan and New Deal banking reform*. 1. publ. 1995. Reprint ed. Abingdon; New York: Routledge, 2015.

RAPPEPORT, A.; FLITTER, E. Congress approves first big Dodd-Frank rollback. *The New York Times*, 22 maio 2018. Disponível em: https://www.nytimes.com/2018/05/22/business/congress-passes-dodd-frank-rollback-for-smaller-banks.html. Acesso em: 1 maio 2026.

SANATI, Cyrus. Yearning for Glass-Steagall on Capitol Hill. *The New York Times – DealBook*, 22 jan. 2010. Disponível em: https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2010/01/22/yearning-for-glass-steagall-on-capitol-hill/. Acesso em: 16 maio 2026.

SCHOONER, Heidi Mandanis. US financial regulatory structure: beneath the surface of Twin Peaks. In: GODWIN, Andrew; SCHMULOW, Andrew (ed.). *The Cambridge handbook of Twin Peaks financial regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2021. p. 270–281.

SOKOL, Martin. Financialisation, central banks and 'new' state capitalism: the case of the US Federal Reserve, the European Central Bank and the Bank of England. *Environment and Planning A: Economy and Space*, v. 55, n. 5, p. 1305–1324, 2023.

STAHL, R. M. From depoliticisation to dedemocratisation: revisiting the neoliberal turn in macroeconomics. *New Political Economy*, 2020. DOI: 10.1080/13563467.2020.1788525.

STAHL, R. M. The end of economics hegemony? Studying economic ideas in a post-neoliberal world. *Review of International Political Economy*, p. 1–18, 2025.

SUTTON, Brent. Condemned to incrementalism? Institutional investors and post-2009 financial sector reforms in the United States. *SSRN*, 1 jul. 2019. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=3608156. Acesso em: 16 maio 2026. DOI: 10.2139/ssrn.3608156.

TANKUS, N. *The new monetary policy: reimagining demand management and price stability in the 21st century*. Organização de Michael Brennan. [S. l.]: Modern Money Network, 2022.

TEXT of Hoover's announcement of plan for national conference on business aid. *The New York Times*, Washington, 16 nov. 1929. p. 1. Disponível em: https://nyti.ms/4aIP3vP. Acesso em: 10 abr. 2025.

THIEMANN, Matthias. *Taming the cycles of finance? Central banks and the macro-prudential shift in financial regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2024.

TOOZE, A. *Crashed: how a decade of financial crises changed the world*. Londres: Penguin, 2018.

TUGWELL, Rexford Guy. *The democratic Roosevelt: a biography of Franklin D. Roosevelt*. Garden City: Doubleday, 1957.

TURNER, P. *The new monetary policy revolution: advice and dissent*. London: National Institute of Economic and Social Research, 2021. (Occasional Paper, n. 60).

WALTER, T.; WANSLEBEN, L. How central bankers learned to love financialization: the Fed, the Bank, and the enlisting of unfettered markets in the conduct of monetary policy. *Socio-Economic Review*, v. 18, n. 3, p. 625–653, 2020.

WANSLEBEN, L. *The rise of central banks: state power in financial capitalism*. Cambridge: Harvard University Press, 2023.

WEIHER, Kenneth. The rise and fall of Glass-Steagall. *Essays in Economic & Business History*, v. 19, p. 195–207, 2001.

WEIR, M. Ideas and politics: the acceptance of Keynesianism in Britain and the United States. In: HALL, P. A. (org.). *The political power of economic ideas: Keynesianism across nations*. Princeton: Princeton University Press, 1989. p. 53–86.

WHEELOCK, David C. Monetary policy in the Great Depression: what the Fed did, and why. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 74, n. 2, p. 3–28, 1992.

WILMARTH JR., A. E. *Taming the megabanks: why we need a new Glass-Steagall Act*. Oxford: Oxford University Press, 2020.

ZIEGLER, J. Nicholas; WOOLLEY, John T. After Dodd-Frank: ideas and the post-enactment politics of financial reform in the United States. *Politics & Society*, v. 44, n. 2, p. 249–280, 2016.