



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAROLINA REITERMAJER VIANA

**FINANCEIRIZAÇÃO DOS BANCOS COMERCIAIS BRASILEIROS:
AS MUDANÇAS NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS**

Salvador
2021

CAROLINA REITERMAJER VIANA

**FINANCEIRIZAÇÃO DOS BANCOS COMERCIAIS
BRASILEIROS: AS MUDANÇAS NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS**

Trabalho de conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas, da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia, como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Área de concentração: Economia monetária.
Orientador: Prof. Dr. Nuno Jorge Teles Sampaio.

Salvador
2021

Ficha catalográfica elaborada por Vânia Cristina Magalhães CRB 5- 960

Viana, Carolina Reitermajer.

V614 Financeirização dos bancos comerciais brasileiros: as mudanças na captação de recursos. / Carolina Reitermajer Viana, 2021.

67 f. il.; quad.; fig.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) – Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Economia, Salvador, 2021.

Orientador: Prof. Dr. Nuno Jorge Teles Sampaio.

1. Mercado de títulos. 2. Financeirização. 3. Sistema bancário – Brasil. 4. Economia monetária. I. Sampaio, Nuno Jorge. II. Título. III. Universidade Federal da Bahia. Faculdade de Economia.

CDD 332.120981

FINANCEIRIZAÇÃO DOS BANCOS COMERCIAIS BRASILEIROS: AS MUDANÇAS NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em 02 de dezembro de 2021.

Banca Examinadora

Prof. Dr. Nuno Jorge Rodrigues Teles Sampaio – Orientador
Universidade Federal da Bahia – UFBA

Prof. Dr. Fabrício Pitombo Leite
Universidade Federal da Bahia – UFBA

Prof. Dr. Vítor Araújo Filgueiras
Universidade Federal da Bahia – UFBA

AGRADECIMENTOS

À universidade pública, em especial à Universidade Federal da Bahia, instituição a qual devo meu desenvolvimento acadêmico e pessoal.

Aos professores e funcionários da Faculdade de Economia.

Ao Núcleo de Estudos Conjunturais (NEC) e todos os professores e colegas que fizeram parte da minha trajetória dentro dele, em especial ao Prof. Vitor Filgueiras, por me introduzir ao mundo da pesquisa científica, e aos meus colegas da pasta de Política Monetária.

Ao meu orientador Prof. Nuno Teles, pelo incentivo e suporte na realização desse trabalho, e por me apresentar as finanças como campo de estudo.

À minha família, em especial aos meus pais e ao meu irmão, por ouvirem – por meses – meus *rants* sobre bancos.

Aos meus amigos, de dentro e de fora do curso, por estarem ao meu lado ao longo dessa trajetória. Em especial a Ana Flávia, Jorge e Lucas pelos momentos compartilhados.

A todos que me ajudaram, direta ou indiretamente.

“Asseguram que, quanto mais o tempo passar, mais o mundo irá unir-se, irá constituir-se num convívio fraterno porque isso reduz as distâncias, transmite as ideias pelo ar. Ai, não credes nessa união dos homens.”

F. M. Dostoiévski

RESUMO

A financeirização, ao modificar o regime de acumulação e a relação entre as finanças e a economia real, leva a uma alteração na forma com a qual o sistema bancário se comporta. Esse trabalho tem como objetivo central explorar essa mudança no período pós-crise financeira global, à luz do funcionamento interno do mercado interfinanceiro, no que diz respeito ao aumento de importância das operações compromissadas como fonte de liquidez. Em um primeiro momento, analisa-se aqui as mudanças nas práticas de produção de liquidez no mundo, seguindo a literatura da financeirização e da financeirização periférica, além das proposições da *Critical Macro-finance*. Depois, analisa-se a evolução das operações compromissadas no sistema bancário brasileiro, além da sua importância como fonte de captação para os bancos comerciais. Assim, busca-se mostrar como a financeirização e o caráter subordinado da inserção do Brasil na hierarquia financeira internacional influenciam a relação entre o Banco Central e as demais instituições financeiras, o que se reflete na adoção das operações compromissadas e de outras fontes de captação envolvidas com as finanças pelos bancos comerciais do país.

Palavras-chave: financeirização; financeirização periférica; operações compromissadas; crise financeira global; sistema bancário brasileiro.

ABSTRACT

Financialization alters the way finance interacts with the real economy and creates a new regime of accumulation, which led to changes in the way financial institutions deal with liquidity. The aim here is to delve into the behavioural shift in the post-GFC banking system, focusing on the internal mechanism of the interbank market and its increasing reliance on repurchase agreements. After an analysis of the way financialization – and the peripheral form it assumes in Brazil – has affected liquidity production globally, this work throws light at the evolution of the Brazilian repo market is scrutinised through the lens of the Critical Macro-finance approach. In this study, the consequences of the subordinated insertion of the Brazilian economy in the international financial hierarchy for the relation between the Brazilian Central Bank and the rest of the banking system is elucidated, specifically when it comes to the adoption of repurchase agreements and other financialised funding sources by commercial banks.

Keywords: financialization; peripheral financialization; repo markets; global financial crisis; Brazilian banking system.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Funcionamento de uma operação <i>repo</i>	25
Figura 2 - Funcionamento do mercado de repo tripartido.....	28
Quadro 1 Instituições credenciadas a operar com o Demab em 2020.....	40
Figura 3 - Volume de operações compromissadas no Brasil (R\$ Milhares).....	41
Figura 4 - Investimento direto no país acumulado em 12 meses (US\$ Milhões).....	44
Figura 5 - Estoque de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) (R\$ milhões).....	45
Figura 6 - Operações compromissadas em relação ao total das captações (p.p.).....	47
Figura 7 - Letras Financeiras em relação ao total das captações (p.p.).....	50
Figura 8 - Títulos de cessão de crédito em relação ao total das captações (p.p.).....	52
Figura 9 - Depósitos a prazo em relação ao total das captações (p.p.).....	54

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	ABORDAGENS TEÓRICAS DA FINANCEIRIZAÇÃO	12
2.1	A FINANCEIRIZAÇÃO COMO CAMPO DE ESTUDO.....	12
2.2	A FINANCEIRIZAÇÃO PERIFÉRICA.....	17
3	A <i>CRITICAL MACRO-FINANCE</i> COMO INSTRUMENTO DE ANÁLISE .	20
4	A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL	24
5	A FINANCEIRIZAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO	32
5.1	AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NO BRASIL.....	35
5.2	MUDANÇAS NA FORMA DE CAPTAÇÃO BANCÁRIA NO BRASIL.....	40
5.3	DIVERGÊNCIAS ENTRE BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS.....	46
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
	REFERÊNCIAS	62

1 INTRODUÇÃO

A financeirização descreve o processo de avanço das finanças sobre a economia, modificando o regime de acumulação e fazendo com que a fonte principal dos lucros da economia seja o mercado financeiro, um reflexo de transformações no regime capitalista. Essa aproximação tem como uma das principais expressões uma separação cada vez mais ambivalente das atividades realizadas por bancos comerciais daquelas realizadas por bancos de investimento, substituindo as suas fontes de captação tradicionais – os depósitos – por operações mais envoltas com as finanças, que estão diretamente relacionadas com a tendência de titularização – e a decorrente transação – da dívida pública (LAPAVITSAS, 2009).

Sendo a financeirização observada e discutida inicialmente no contexto dos países centrais, ela assume formas distintas conforme a estrutura institucional e a inserção na hierarquia global de cada economia específica, o que implica que a forma com a qual esse processo afeta economias periféricas apresenta distinções importantes (CHRISTOPHERS, 2015). O caráter subordinado da inserção da periferia na hierarquia financeira global implica em uma dependência nos fluxos de capital internacional, ou seja, no excesso de liquidez do centro. Essa dependência influencia o regime de política monetária nesses países, que passa a ser baseado na acumulação de reservas internacionais como uma forma de proteção contra a volatilidade e possíveis crises de liquidez no centro (PAINCEIRA, 2009). No sistema bancário dos países periféricos a financeirização leva, assim como ocorre no centro, a uma distinção cada vez menos marcada entre as atividades executadas por bancos comerciais e bancos de investimento. Os bancos comerciais passam então a depender cada vez mais de operações de mercado aberto, tarifas de intermediação financeira, e outras atividades mais comumente associadas com os bancos de investimento (LAPAVITSAS, 2013, p. 317).

Um dos principais elementos que caracterizam essa viragem para atividades de bancos de investimento por parte de bancos comerciais é a mudança nas suas fontes de captação. Uma das fontes de captação financeirizadas mais proeminentes são as operações compromissadas, ou *repo*. Essas operações ganham relevância no Brasil e no mundo não só como fonte de captação de recursos para instituições financeiras, mas também como instrumento de política monetária (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017). A importância das operações compromissadas para a economia global se torna clara quando vista sob a ótica da abordagem da *Critical Macroe-finance* (CMF) (GABOR, 2020; BONIZZI; KALTERNBRUNNER, 2020; DUTTA *et al.*, 2020). Essa abordagem coloca os fatores monetários em primeiro plano, visualiza a economia

como folhas de balanço interconectadas de acordo com a percepção de Minsky (1986), sob a qual o acesso à liquidez se torna o princípio que rege a finança global. Ao fazer isso, ela permite uma maior compreensão da conexão entre os ativos e passivos de diferentes instituições financeiras – e entre instituições financeiras e o banco central –, enfatizando o papel dos empréstimos temporários lastreados em títulos, principalmente aqueles associados à dívida pública (GABOR, 2020). Um outro elemento que marca o efeito da financeirização nas fontes de captação dos bancos comerciais é uma maior participação dos recursos advindos da transação de títulos. Essa mudança vem acompanhada de uma redução nos recursos provenientes das suas formas de captação tradicionais: os depósitos. Além de denotar um maior envolvimento com o mercado interbancário e com as finanças em si, a análise do uso de títulos como forma de captação permite uma maior compreensão de como a dependência do capital estrangeiro traz particularidades à financeirização do sistema bancário no Brasil.

Esse trabalho tem como base metodológica a literatura da financeirização e da financeirização periférica para compreender como esse processo afeta o sistema bancário brasileiro. A abordagem da *Critical Macro-finance* desenvolvida por Gabor (2020), é fundamental para essa compreensão. Ao enfatizar a possibilidade de visualizar as tendências da economia como um todo através da análise dos balanços de instituições financeiras, essa abordagem permite um entendimento mais concreto das consequências da financeirização. Isso ocorre pois, enquanto o caso da financeirização das famílias ou empresas não-financeiras requer um certo nível de abstração, a financeirização do sistema bancário pode ser interpretada a partir dos balanços das instituições que o compõe. Observar os balanços bancários permite que sejam traçadas as formas como a financeirização afeta a relação entre instituições, a sua relação com o banco central e, por fim, a economia nacional como um todo. Aqui, se analisa as alterações causadas pela financeirização nas fontes de captação de recursos dos bancos comerciais brasileiras, e na relação dessas instituições com o banco central. O trabalho foca na evolução do mercado de títulos e de operações compromissadas no Brasil, no contexto de uma economia financeirizada, mas sujeita às adversidades que acompanham a condição periférica do país. Para essa análise, utiliza-se dados secundários obtidos na plataforma IF.data, do Banco Central do Brasil (BCB), que disponibiliza os balanços das instituições financeiras atuantes no Brasil e do Sistema Gerenciador de Séries Temporais, também do BCB, que traz informações quanto à atuação do banco central e às tendências da economia brasileira em geral.

Primeiro, revisamos a discussão sobre a financeirização nos países centrais e periféricos e seus efeitos no sistema bancário. Em seguida, mostramos como a financeirização leva a uma maior

complexidade nas relações interbancárias, tanto entre instituições quanto em escala global. Isso se reflete em uma mudança no funcionamento do financiamento interfinanceiro, principalmente no que diz respeito ao aumento da relevância das transações de títulos e à adoção das operações compromissadas ao longo das últimas décadas. Depois, discutimos como as tendências da financeirização do sistema bancário podem ser compreendidas ao visualizar a economia global financeirizada como uma série de balanços de instituições financeiras cada vez mais interconectados. Essa noção permite que – após uma breve revisão histórica do processo de liberalização do sistema bancário brasileiro – se utilizem as formas de captação dos bancos comerciais brasileiros para o entendimento das dinâmicas da financeirização no país. Então, analisamos o aumento da importância das transações de títulos e das operações compromissadas como fontes de captação bancária no Brasil entre 2010 e 2020. Esse horizonte temporal foi escolhido por englobar a dinâmica pós-Crise Financeira Global, que envolve os fluxos de capital se voltando para os países emergentes, a reversão desses fluxos e a subsequente crise político-econômica brasileira que se inicia em 2014, que marca o início de um período conturbado para a economia nacional. Com isso, buscamos explorar as dinâmicas da captação de recursos dos bancos comerciais brasileiros ao longo desses dez anos, sujeita ao processo de financeirização e à volatilidade que o acompanha.

2 ABORDAGENS TEÓRICAS DA FINANCEIRIZAÇÃO

2.1 A FINANCEIRIZAÇÃO COMO CAMPO DE ESTUDO

O termo financeirização tem sido utilizado desde meados da década de 1990, com o objetivo de descrever o processo através do qual as finanças transcendem o seu papel tradicional de provedor de capital para a economia produtiva, com agentes, mercados e instituições financeiras se tornando cada vez mais importantes para a economia global (EPSTEIN, 2005). O interesse no processo de financeirização da economia aumenta a partir do início do século XXI, quando a importância do capital financeiro para o capitalismo contemporâneo é evidenciada por crises como a explosão da bolha da Internet e, mais notoriamente, a Crise Financeira Global. Com isso, o papel cada vez mais relevante das finanças tanto para as economias nacionais, quanto para a vida das pessoas, passa a ser um ponto de discussão importante para a literatura, principalmente no campo da economia heterodoxa.

Apesar de ser o foco de uma parcela considerável das discussões sobre o capitalismo contemporâneo, não há um conceito universal de financeirização. O termo é utilizado para descrever diversos fenômenos empíricos, indo de definições mais amplas – incluindo qualquer assunto relacionado às finanças – às mais restritas. Além disso, o ritmo e a natureza da financeirização variam de acordo com o tempo e lugar, com o termo sendo mais comumente utilizado para descrever o processo de crescimento e mudanças na natureza do setor financeiro que ocorrem a partir do final da segunda metade do século XX (SAWYER, 2014). A amplitude do conceito de financeirizações possibilita que diversas interpretações coexistam, permitindo abordagens que partam de pontos de vista diversos (KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2017). As três principais abordagens do tema são delineadas por Van der Zwan (2014), que descreve o uso do termo financeirização na literatura econômica. A primeira é a abordagem próxima da teoria da regulação, que analisa a financeirização como o regime de acumulação que sucede o regime fordista, considerando que o seu surgimento foi uma resposta à queda da produção que ocorreu a partir da década de 1960, utilizando a expansão do crédito e as finanças para sustentar o consumo em um cenário de estagnação de salários reais. A segunda abordagem foca na financeirização das empresas não financeiras, que é atribuída ao aumento da importância do valor dos acionistas dentro das empresas, favorecendo práticas orientadas para a sua maximização, em detrimento dos outros componentes da empresa, nomeadamente o investimento produtivo. A terceira abordagem delineada por Van der Zwan é a que foca na financeirização do dia a dia das famílias. Ela explora como as finanças passaram a ser uma parte

fundamental da vida dos indivíduos, que são encorajados a participar do mercado financeiro e, conseqüentemente, a assumirem os riscos associados a essa participação. Esse maior envolvimento reflete o caráter que o sistema financeiro assume a partir do final do século XX, deixando de ser um mecanismo social utilizado primariamente pelos capitalistas e passando a incorporar a renda de todos, inclusive da classe trabalhadora (ITOH, 2010). Embora essas abordagens tratem o tema a partir de perspectivas divergentes, todas consideram a financeirização como uma transformação estrutural do capitalismo contemporâneo.

Aqui, será adotada a abordagem que trata da financeirização como um novo regime de acumulação, no qual a fonte principal dos lucros passa a ser o mercado financeiro, e não o canal tradicional da produção e troca de mercadorias. A financeirização é vista como uma transformação estrutural do capitalismo, na qual a esfera de circulação do capital passa ganhar relevância sobre a esfera da produção. A expressão mais visível dessa tendência é a utilização cada vez mais prevalente das finanças como fonte de lucro, um sintoma de mudanças mais profundas nas relações econômicas (LAPAVITSAS; POWELL, 2013).

Ao analisar a evolução da composição do lucro na economia dos EUA entre as décadas de 1970 e 2000, Krippner (2005) identifica que não somente houve um aumento da proporção do lucro obtido através das finanças, mas também que há uma tendência dos lucros financeiros ultrapassarem os lucros obtidos por investimento produtivo. Pode ser observado também um aumento na renda de instituições financeiras e acionistas ao longo dos últimos 40 anos acompanhado de uma estagnação nos salários reais, o que leva a um aumento no nível de desigualdade de renda. Outro aspecto da financeirização tratado por essa abordagem é um aumento do risco sistêmico em decorrência da volatilidade dos preços dos ativos e da acumulação da dívida, o que leva a uma propensão a crises (STOCKHAMMER, 2012). Ao tratar a financeirização como um novo regime de acumulação, destaca-se a instabilidade inerente a ela, tratando-a como um projeto político ligado à difusão do neoliberalismo. Assim, enfatiza-se a liberalização dos fluxos de capital, que ao criar desequilíbrios entre países que possuem déficits e superávits na conta corrente leva a uma maior volatilidade da taxa de juros e a ciclos de expansão e contração, afetando especialmente os países periféricos. Para Lapavitsas (2009), a financeirização aumentou a complexidade do imperialismo: ao passo que não afeta as economias domésticas de forma individual, mas sim todo o Sistema Financeiro Internacional e as dinâmicas nele inseridas, ela gera novas camadas para a dependência da periferia em relação ao centro, exacerbando a supremacia do dólar como meio de pagamentos internacional. Essa dependência do dólar se reflete em um condicionamento das economias

periféricas aos ciclos econômicos do centro, aumentado o grau de poder financeiro que as economias centrais têm sobre as primeiras. Esse condicionamento implica mudanças nos tipos de agentes, instrumentos e mercados que dominam as relações financeiras internacionais (BORTZ; KALTENBRUNNER, 2018).

As críticas à abordagem do processo de financeirização como um novo regime de acumulação a julgam demasiado determinista, por assumir uma eficácia e eficiência da classe capitalista, além de não oferecer uma análise histórica profunda o suficiente (LAPAVITSAS, 2010; BECKER *et al.*, 2010; RODRIGUES *et al.*, 2016). Devido a superficialidade da questão histórica, essa abordagem pode pecar por não explicar os mecanismos específicos que levam à difusão da financeirização. Porém, outras contribuições dão uma relevância maior ao contexto histórico e institucional, como a de Krippner (2005), que mostra como a financeirização expressada através da liberalização do capital e mudanças da política monetária nos EUA foi uma consequência de uma série de decisões tomadas pelo estado. Krippner (2005) também chama atenção para a dinâmica globalizada do sistema financeiro financeirizado, afirmando que há uma mudança na organização da produção mundial, da qual decorre a tendência da produção se concentrar cada vez mais em países periféricos, enquanto as atividades relacionadas às finanças permanecem concentradas nos países centrais. Uma análise abrangente da financeirização deve levar em conta que apesar das finanças serem comumente tratadas como uma esfera isolada, na verdade elas são moldadas e influenciadas pelos diferentes contextos históricos, legais e institucionais existentes ao redor do mundo, o que faz com que a financeirização – apesar de ser um processo global – não seja completamente homogênea, assumindo formas distintas em locais diferentes (LAPAVITSAS; POWELL, 2013).

As abordagens discutidas aqui questionam a neutralidade das finanças, mas costumam ter a concepção de que a financeirização é um fenômeno puramente anglo-americano, e que afeta as outras economias mundiais as adaptando a esse modelo. Com isso, acabam por tratar a financeirização fora do eixo Reino Unido-EUA como um choque exógeno. O foco no desenrolar do processo de financeirização baseado na experiência do norte global constitui uma das maiores limitações analíticas dos estudos que o discutem (CHRISTOPHERS, 2015). Além disso, é comum que essas abordagens desconsiderem a intervenção estatal (CHRISTOPHERS, 2017; AALBERS, 2019), considerando que o estado em uma economia financeirizada é subserviente ao mercado financeiro, mas que parece ocorrer na realidade é que a intervenção estatal continua a ocorrer, não de forma subserviente à finança, mas sim em coordenação com ela.

A relação cada vez mais profunda entre as finanças e as crises econômicas torna-se clara no contexto da Crise Financeira Global, que é considerada a primeira crise do capitalismo financeirizado, expondo as contradições inerentes a ele (LAPAVITSAS, 2009). Tendo como seu estopim a dívida hipotecária dos trabalhadores estadunidenses, ela é diretamente conectada aos efeitos da financeirização nas famílias, além de ser associada a políticas de desregulamentação das transações financeiras (ITOH, 2010). A difusão dessa crise ao redor do globo se deve em grande parte à transformação do modelo de negócios dos bancos comerciais, que se tornam progressivamente mais distantes do capital comercial e industrial, voltando-se ao mercado financeiro, o que implica na realização cada vez mais constante de tarefas tradicionalmente associadas aos bancos de investimento (LAPAVITSAS, 2009). Ao longo dessa crise, torna-se claro que as fontes de lucro bancário mudaram significativamente nos últimos trinta anos em decorrência do processo de financeirização, voltando-se às tarifas bancárias, comissões, e à renda pessoal dos trabalhadores. Difundindo-se em consequência do crescimento das atividades de banco de investimento associadas à permeação da finança na vida das famílias, para analisar a Crise Financeira Global, é necessária a compreensão do contexto e da origem do processo de financeirização que ocorre ao longo das últimas décadas.

Apesar da financeirização ser um tema cada vez mais proeminente na literatura econômica, o funcionamento do sistema financeiro nesse contexto é pouco explorado. Uma exceção é o trabalho de Lapavitsas (2009), que foca nas mudanças ocorridas no sistema bancário devido ao processo de financeirização. O autor afirma que o modelo de negócios dos bancos comerciais foi alterado de forma significativa devido à quebra na relação de dependência que as empresas não-financeiras tinham com eles. O processo de desregulação financeira que ocorre desde a década de 1970 faz com que seja possível que as empresas não-financeiras acessem o mercado financeiro de forma direta, o que enfraquece o papel de intermediador executado pelos bancos comerciais. Bancos se viram à renda pessoal da população geral como fonte de renda, levando a um envolvimento cada vez maior das famílias no crédito bancário para suprir as necessidades básicas que anteriormente eram responsabilidade do estado. Isso tem como consequência um aumento da dependência no mercado de crédito, com uma parcela cada vez maior da renda das famílias sendo utilizada para o pagamento de juros, o que faz com que os ciclos de expansões e contrações nesse mercado não só levem a um maior grau de instabilidade financeira, como também constituam um canal de transmissão de crises (BONIZZU, 2013). Além de afrouxar a restrição da massa de juros em relação à massa de lucros, com a renda dos trabalhadores não sendo mais incrementada pela tomada de crédito. Conforme o acesso das empresas não-

financeiras ao mercado financeiro se torna mais fácil, as instituições financeiras passam a se voltar cada vez mais para o crédito ao consumidor (ITOH, 2010). Assim, quanto mais os indivíduos se veem obrigados a depender das instituições financeiras, maiores são as vantagens de informação, poder e motivação destas, o que as permite influenciar as decisões dos indivíduos ao seu favor.

A distinção entre as atividades de bancos comerciais e bancos de investimentos torna-se menos marcada com a tendência de liberalização dos juros, atividades financeiras e fluxos de capital internacional (LAPAVITSAS; SANTOS, 2008). Tradicionalmente, as atividades realizadas pelos bancos comerciais necessitavam da posse de uma grande quantidade de capital próprio. Já os bancos de investimento obtêm lucro a partir de tarifas e comissões associadas à mediação de transações no mercado financeiro. Conforme a financeirização avança, avança também a tendência de titularização da dívida pública. Com a transação desses títulos se tornando uma fonte de captação cada vez mais vantajosa para os bancos comerciais por apresentar rendimentos maiores em menos tempo, ela se torna progressivamente mais prevalente. Assim, operações envolvendo títulos, principalmente aquelas realizadas entre instituições financeiras, se tornam as fontes de captação primárias para os bancos comerciais financeirizados. Ao se voltar para a realização dessas atividades, os bancos comerciais passam a se comportar de forma progressivamente mais semelhante aos bancos de investimento (LAPAVITSAS, 2009; LAPAVITSAS; POWELL, 2013).

O processo de financeirização não se resume à dominância dos bancos sobre o capital industrial ou comercial, tendo como principal motor a autonomia crescente do setor financeiro. A financeirização tem ramificações para o próprio setor financeiro. Uma delas é o crescimento da participação de instituições financeiras não-bancárias no mercado, chamada de *shadow banking* (bancos sombra) (GABOR; BAN, 2016). Essas instituições são, de modo geral, menos reguladas, facilitando o desenvolvimento e exploração de instrumentos financeiros que permitam encontrar subterfúgios à regulação do sistema financeiro (STOCKHAMMER, 2010).

A financeirização também afetou a forma com a qual política monetária é realizada. Porém, as dinâmicas e relações envolvidas nessas transformações – particularmente no que diz respeito ao comportamento dos bancos centrais – raramente são discutidas, considerando que mesmo a literatura que foca na financeirização sob a ótica do sistema financeiro costuma não levar em conta os seus efeitos na condução da política monetária como um todo. Conforme as relações interfinanceiras se tornam mais complexas e o mercado se torna maior e mais relevante, os

bancos centrais passam a recorrer mais a ele para as implementações das suas decisões. Apesar das operações de mercado aberto serem um instrumento utilizado pelos bancos centrais tradicionalmente, a financeirização os leva a utilizá-las de forma prioritária. O aumento da complexidade do mercado de títulos é acompanhado pela viragem do banco central a instrumentos igualmente complexos, como as operações *repo*, recorrendo cada vez mais ao mercado interbancário para controlar a liquidez da economia. Ao passo que os bancos centrais passam a recorrer ao mercado interbancário, as instituições financeiras – incluindo as que compõem o *shadow banking* – passam a ter um poder maior de influência sobre a política monetária, que por sua vez é sujeitada à volatilidade e desregulamentação das finanças (GABOR, 2015).

A financeirização tem diversas dimensões, e em diversos países, as finanças transbordam a esfera financeira e se tornam dominantes na sociedade, além de ultrapassar as fronteiras nacionais, tomando dimensões globais (EPSTEIN, 2005). Porém, a financeirização não ocorre de forma homogênea, com o processo variando não somente entre o centro e a periferia do capitalismo, mas também de país para país. Na secção seguinte, será explorada a discussão das particularidades da financeirização periférica e de como ela é abordada pela literatura.

2.2 A FINANCEIRIZAÇÃO PERIFÉRICA

A financeirização assume uma forma e um comportamento diferente de acordo com a estrutura institucional e posição na hierarquia global do país no qual se instaura, o que significa que ocorre uma distinção desse processo não somente entre países centrais e periféricos, mas também distinções internas dentro dessas categorias. A financeirização nos países periféricos, apesar de diversa, tem alguns fatores fundamentais que caracterizam este processo: a desregulamentação financeira; um aumento na dependência dos fluxos de capital internacional, impulsionando uma liberalização destes; uma maior participação das famílias nas finanças; e por fim, um sistema bancário financeirizado (KARWOWSKI, 2017).

Nesse contexto, surgem estudos que analisam o modo com o qual a financeirização ocorre nos países fora do centro do capitalismo, dando origem à chamada financeirização subordinada (LAPAVITSAS, 2010), periférica (BECKER *et al.*, 2010) ou semi-periférica (RODRIGUES *et al.*, 2016). Esses estudos levam em conta não somente a posição subordinada desses países na hierarquia do capitalismo mundial, como também as particularidades dos seus sistemas financeiros. A financeirização nos países periféricos é marcada por sua dependência no excesso

de liquidez dos países centrais (BECKER, 2010), o que incentiva a adoção de um comportamento atrator desse excesso de liquidez – sob a forma de fluxos de capital estrangeiro – que é apoiado tanto pela legislação quanto pela política econômica. Esse é um comportamento comum aos países periféricos independentemente das suas particularidades. É importante também frisar o status do dólar como moeda mundial no sistema financeiro mundial contemporâneo, e como isso influencia a condição subordinada da periferia em relação ao centro. Essa dependência implica na adoção de políticas de acumulação de reservas em forma de dólar ou de títulos indexados a ele, enxergando a moeda americana como um refúgio da volatilidade dos fluxos de capital. Porém, essas políticas sujeitam os países periféricos à volatilidade das finanças do centro, (PAINCEIRA, 2009). Com isso, as dinâmicas do mercado financeiro internacional e a forma com a qual ditam e regem o modo com o qual os países periféricos devem agir e as políticas que devem adotar são condições *sine qua non* para a discussão da financeirização periférica.

Para Becker e outros (2010), a financeirização periférica tem como um elemento importante a reforma da estrutura institucional do sistema financeiro doméstico. Os fatores externos tenham uma influência significativa na financeirização de economias periféricas, mas as reformas nas instituições e o processo de liberalização financeira não ocorrem necessariamente através da cópia do modelo das instituições de países com uma economia financeirizada, sendo também influenciada por fatores domésticos relacionados à estrutura interna do país. A financeirização periférica geralmente tem como centro o sistema bancário e, principalmente, o mecanismo da taxa de juros. A importância desse canal se deve à dependência da periferia dos fluxos de capitais, levando à adoção de políticas que garantam altas taxas de juros – sustentadas pelos bancos centrais - para atrair capital estrangeiro e evitar inflação, o que faz com que seja comum que conforme as finanças ganham relevância, o investimento produtivo se torne mais caro e, portanto, menor, nesses países. Os altos juros fazem com que o financiamento da dívida pública seja caro, o que faz com que crises fiscais sejam frequentes em países periféricos (BECKER *et al.*, 2010).

Outro ponto que deve ser discutido ao abordar a financeirização periférica, principalmente no que se refere às políticas de atração de capital estrangeiro, é que os fluxos de capital direcionados à periferia tendem a ser especulativos, se aproveitando da alta lucratividade proporcionada pelos juros altos, mas sem gerar ganhos reais para a economia. Ou seja, são fluxos voláteis por natureza, que se reverterem já nos primeiros sinais de maus tempos, aumentando a vulnerabilidade externa e a subordinação ao dólar (POWELL, 2019). Desta

maneira, a financeirização acaba por exacerbar a posição subordinada da periferia em relação ao centro, com a maior dependência do mercado financeiro internacional – e por conseguinte do dólar – associada aos projetos de liberalização financeira aumentando a propensão a crises financeiras e cambiais, além de acabar servindo como um mecanismo de contágio de crises entre os países periféricos (PAINCEIRA, 2009).

A financeirização do sistema bancário na periferia e as mudanças no modelo de negócios associadas a ela vão além da questão do crédito voltado às famílias. Se vê, assim como ocorre no centro, uma distinção cada vez menos marcada entre atividades de bancos comerciais e de bancos de investimento, com os primeiros dependendo cada vez mais de operações de mercado aberto, tarifas de intermediação financeira, e outras atividades mais comumente associadas com os segundos (LPAVITSAS, 2013, p. 317). Além disso, se vê, a partir da década de 1990, um movimento de entrada de bancos comerciais privados estrangeiros no mercado doméstico dos países periféricos (GABOR, 2010, p. 62), influenciando a estrutura do mercado interno. A financeirização do sistema bancário de países periféricos envolve também um modelo de financiamento e supervisão do sistema bancário que converge ao que é visto nos países centrais, envolvendo uma regulação em conformidade aos critérios de Basileia, modelos de *value-at-risk* (LPAVITSAS, 2013) e a um maior foco em investimentos que proporcionem a maior lucratividade possível aos investidores nos prazos mais curtos possíveis. O foco no curto prazo não envolve somente a natureza dos fluxos de capital, mas também uma maior relação com operações *repo*, (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017), associada ao movimento de titularização da dívida pública e acumulação de reservas que caracteriza a financeirização periférica. Com isso, os bancos centrais de países periféricos tendem a focar no controle das taxas de juros de curto prazo, que se dá, devido ao contexto financeirizado, através de operações de mercado aberto, notadamente as operações *repo* lastreadas em títulos da dívida pública. O foco nas taxas de juros ocorre em virtude da atração de fluxos de capital internacional, que por serem voláteis geram a necessidade de um acúmulo de reservas internacionais para minimizar a instabilidade econômica.

3 A CRITICAL MACRO-FINANCE COMO INSTRUMENTO DE ANÁLISE

Grande parte da literatura que explora o fenômeno da financeirização se prende à forma com a qual ele afeta a economia como um todo, com os pormenores dos seus processos internos, como a forma com a qual os agentes administram a liquidez, o funcionamento dos meios de pagamento, a implementação da política monetária, e o papel do banco central sendo deixados em segundo plano (DUTTA *et al.*, 2020). A abordagem chamada de *Critical Macro-Finance* (CMF) (GABOR, 2020; BONIZZI; KALTERNBRUNNER, 2020; DUTTA *et al.*, 2020) busca esclarecer estas questões, realizando uma análise monetária da economia mundial na qual diferentes agentes são tratados como instituições bancárias. A economia é vista, então, sob a ótica de uma folha de balanço, na qual os diferentes ativos e passivos representam as preferências de diferentes agentes (GABOR, 2020). Assim, se torna possível analisar o sistema de pagamentos sem se prender às atividades da economia real, explorando de forma mais profunda os fluxos de pagamentos. Essa abordagem surge em decorrência no aumento do interesse em investigar o mercado interfinanceiro após a Crise Financeira Global. Interesse que surge devido a exposição da fragilidade do sistema financeiro mundial e do quão interligadas estão as diferentes economias do mundo. A CMF se baseia nas ideias de Schumpeter, Keynes, e Minsky, pondo em primeiro plano a influência dos fatores monetários na economia como um todo, focando principalmente na preferência pela liquidez e nas suas duas funções: servir como reserva em momentos de crise (precaução) e como fonte de lucro (especulação) (DUTTA *et al.*, 2020). Esse ponto de vista se conecta profundamente à visão Minskiana de analisar a economia como um todo em termos de uma folha de balanço: ao explorar as entradas e saídas de dinheiro à luz da preferência pela liquidez, é possível concluir que o acesso a ela é o princípio organizacional fundamental não somente de cada economia, mas também de toda a finança global.

Tendo como ponto de partida as transformações na finança global ao longo das últimas décadas, Gabor (2020) delinea quatro proposições que permitem um maior entendimento das consequências dessas mudanças para a compreensão que se tem da liquidez, do crédito e da política monetária. A primeira proposição é que o capitalismo financeiro liderado pelos EUA

evolui em torno da finança *market-based*¹, que muda as práticas de produção de liquidez. Enquanto a “americanização” dos mercados financeiros é comumente discutida na economia política internacional, Gabor (2020) afirma que essas discussões acabam por não evidenciar de forma suficiente a evolução da produção da liquidez na esfera das finanças. Assim, a CMF propõe um estudo das mudanças na estrutura de liquidez no mercado financeiro no processo de globalização financeira, que ao exacerbar a função de colateral da dívida pública torna a política monetária e fiscal menos eficazes (GABOR, 2016). A abordagem vê a “americanização” das finanças não como uma adoção completa do modelo norte americano, mas como um fortalecimento do mercado de títulos e dos bancos de investimento, que constrói a liquidez no mercado financeiro mundial atualmente – uma tendência que apesar de ter sido iniciada nos EUA em meados da década de 1980, hoje é parte integrante de todo o mercado financeiro mundial.

A segunda proposição da CMF afirma que a finança global é organizada em torno de folhas de balanço interconectadas e hierárquicas, cada vez mais sujeitas à urgência da liquidez. Enquanto tradicionalmente a criação de crédito simultaneamente expande o balanço de um banco no lado do ativo – na criação de crédito – e do passivo – na criação de depósitos -, a financeirização conecta os ativos e passivos de formas inéditas: operações mais sofisticadas e uma maior interconexão entre instituições financeiras faz com que os ativos de uma instituição estejam presentes nos balanços de outra sob a forma de ativo e *vice-versa* (DUTTA, 2020).

A terceira proposição é de que a criação de crédito num mundo onde a finança é globalizada e *market-based* requer novas formas de moeda (DUTTA, 2020). Numa economia não financeirizada, no qual a estrutura das finanças é *bank-based*, os bancos criam passivos na forma de depósitos para sustentar a criação de ativos sob a forma de crédito, que podem ser facilmente convertidos em moeda devido ao pacto social existente entre essas instituições e o estado, através do acesso a reservas criadas pelos bancos centrais (GABOR; VESTERGAARD, 2016). Já numa economia *market-based*, os bancos encontram novas formas de monetizar o crédito, desconsiderando as limitações impostas pelo estado, nomeadamente as restrições de oferta de moeda impostas pelo banco central. A criação de novas formas de moeda através do

¹ Um sistema financeiro *market-based* (baseado no mercado), implica em uma estruturação do mercado financeiro na qual a relação entre o mercado financeiro e os tomadores de empréstimos é direta, com os recursos sendo emprestados através do mercado com pouca ou nenhuma intermediação e o risco sendo dividido entre o tomador de empréstimos e o credor. Comparativamente, em um sistema financeiro *bank-based* (baseado em bancos), essas instituições têm um papel de intermediação na relação entre credor e tomador de empréstimos (clientes), assumindo o risco envolvido nessas movimentações (VITOLS, 2001).

crédito funciona da seguinte forma: quando um banco oferta crédito a uma empresa através do mercado de títulos, ele compra títulos emitidos pela empresa, que recebe em troca um depósito. Esse depósito pode acabar em mãos de uma instituição financeira sob forma de ativo devido a, por exemplo, uma compra de bens de capital. O banco pode então, a título de exemplo, fazer um contrato de *repo* com a instituição financeira, utilizando os títulos emitidos pela empresa como colateral. Assim, o depósito original é essencialmente destruído, com o banco financiando a criação de crédito através do mercado de títulos via *repo* e a instituição financeira mantendo o dinheiro sob a forma de um depósito de *repo*, que é visto como um ativo mais seguro que um depósito tradicional (GABOR; VESTERGAARD, 2016). Como os títulos utilizados de forma mais extensiva pelo sistema bancário são os títulos de dívida pública, o banco central, e conseqüentemente o estado se veem reféns do mercado: emitindo títulos da dívida não por precisar de dinheiro, mas para financiar colateral mais seguro para ser utilizado pelo sistema financeiro (BOY; GABOR, 2019).

No Brasil, uma consequência da rejeição das limitações impostas pelo estado se reflete na questão dos recolhimentos compulsórios: uma parte dos depósitos que os bancos brasileiros são obrigados a manter “guardados” no BCB, servindo como um instrumento de controle da liquidez. Porém, conforme o sistema bancário brasileiro se torna mais financeirizado, instrumentos que não estão sujeitos ao recolhimento dos compulsórios passam a ser preferidos pelos bancos comerciais brasileiros. Isso enfraquece a utilização dos recolhimentos compulsórios como instrumento de política monetária pelo Banco Central, que passa a recorrer mais às operações de mercado aberto para regular a liquidez da economia. Os novos passivos criados acomodam as necessidades estruturais das diversas instituições que compõem o sistema financeiro global, com os bancos e suas atividades tradicionais perdendo o protagonismo visto no passado.

A quarta proposição consiste na afirmação de que a finança *market-based* necessita de um estado minimizador de riscos (*de-risking state*), tanto para passivos sistêmicos quanto para a criação de novas classes de ativos. As novas práticas de geração de liquidez – como *quantitative easing*, linhas de crédito entre bancos centrais e *repo* – em balanços internacionalmente conectados geram a necessidade de minimização do risco dos passivos sistêmicos em tempos turbulentos e permissão da criação de ativos em tempos de prosperidade. Essa prática vem acompanhada por pressões estruturais que se expressam em uma disputa política por poder – tanto o poder monetário do colateral quanto o poder político de forma mais geral – que influencia o estado a minimizar o risco do colateral, das taxas de juros e de novos ativos

(GABOR, 2020).

Em resumo, a abordagem da CMF permite a exploração de aspectos do avanço das finanças e do processo de financeirização que antes permaneciam inexplorados, principalmente no que se refere à questão do mecanismo interno de funcionamento dos mercados financeiros e da geração de liquidez. Ela torna possível entender a pressão estrutural para que haja uma reorganização dos regimes macroeconômicos para que sirvam aos interesses do mercado (DUTTA, 2020).

A CMF preenche uma lacuna importante nos estudos da financeirização: Apesar desses estudos permitirem uma análise profunda sobre as consequências da financeirização, principalmente no que diz respeito à influência da financeirização na desigualdade, eles tendem a não destacar as construções sociais e técnicas dos mercados financeiros (CHRISTOPHERS, 2015). Nesses estudos, as finanças são geralmente tratadas como apenas um instrumento das classes dominantes para influenciar a economia real, enquanto a CMF foca nos processos internos das finanças, mostrando aspectos importantes da financeirização que são, de modo geral, ignorados, nomeadamente a forma com a qual a liquidez tem um papel central atualmente, e como a qualidade dos ativos toma o segundo plano frente a ela (DUTTA, 2020).

Ao mesmo tempo que contribui para a literatura da financeirização com uma nova perspectiva sobre as finanças, a CMF se beneficia de uma relação simbiótica com a literatura pós-keynesiana de modo geral. Enquanto a análise empírica de instituições financeiras realizada pela CMF proporciona uma abertura da literatura pós-keynesiana às minúcias das finanças, principalmente no que diz respeito à análise das instituições financeiras não-bancárias e ao envolvimento dos bancos com atividades anteriormente não realizadas por eles, a CMF poderia tomar como ponto de partida uma base mais profunda na teoria pós-keynesiana no que diz respeito à união das finanças e da macroeconomia (KALTENBRUNNER; BONIZZI, 2020)

4 A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

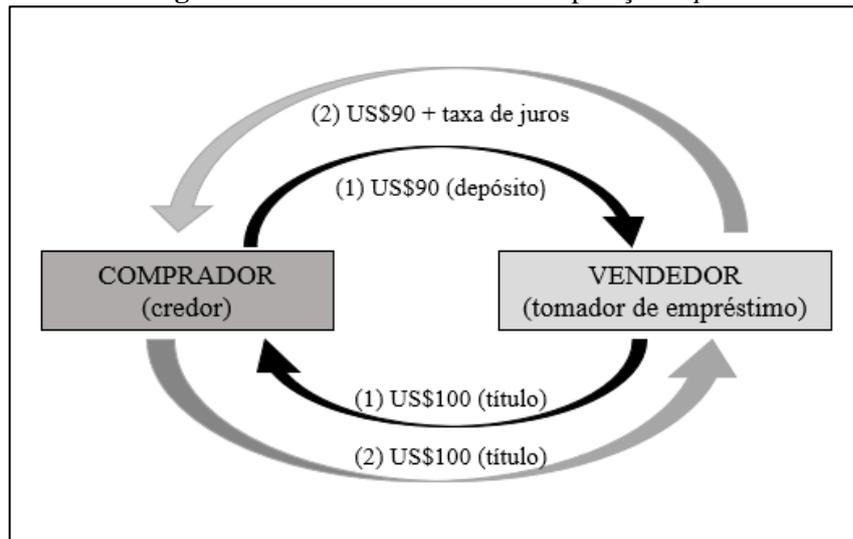
O ponto inicial da financeirização é comumente determinado como o final da década de 1970, pelo menos no que se refere ao Reino Unido e aos EUA, com o início de um processo de liberalização e desregulamentação financeira (KARWOWSKI; STOCKHAMMER, 2017). Esse processo está relacionado com a crise do petróleo, que sinaliza o final do boom do pós-guerra e dá início a um processo de aprofundamento da participação das finanças na economia e a sucessivas crises. Nesse período, houve problemas no crescimento da produtividade, transformações no processo de trabalho associadas a mudanças tecnológicas e legais, e uma concentração do comércio e produção globais. Esses fatores criam um cenário no qual a acumulação real sofre um declínio acentuado, mas as finanças crescem em termos de lucro, emprego e tamanho das instituições (LAPAVITSAS, 2009). O tamanho e o alcance das finanças permanecem a crescer ao longo das décadas de 1980 e 1990, aumentando a sua influência na economia e na sociedade como um todo, o que instigou o estudo desse fenômeno com maior profundidade (EPSTEIN, 2015).

Ao analisar a configuração do sistema financeiro contemporâneo, Boy e Gabor (2019) destacam o aprofundamento da relação entre a economia e a titularização, explorando como a colateralização se insere na transformação do sistema financeiro ao longo do processo de financeirização. As autoras focam em como a Crise Financeira Global altera a relação do colateral, títulos utilizados como garantia para empréstimos (empréstimos temporários entre instituições financeiras na discussão feita aqui), com o sistema financeiro como um todo. Essas transações lastreadas em títulos, que por muito tempo eram apenas um elemento secundário, passaram a ser o alicerce de todo o sistema financeiro. Apesar desse aumento de relevância estar em curso desde meados da década de 1980, a Crise Financeira Global chamou a atenção para os riscos e a volatilidade que o acompanhou.

Até a década de 1980, as decisões de taxa de juros dos bancos centrais eram implementadas preferencialmente através da compra e venda de títulos, ajustando a quantidade de reservas para que o mercado se adequasse à taxa estabelecida. Porém, o crescimento e aumento da complexidade do mercado financeiro tornaram a estabilidade desse mercado mais frágil. Logo, Entre o final da década e o início da década de 1990, os bancos centrais passam a implementar as suas decisões através de empréstimos temporários – as operações compromissadas, ou *repo* – que de modo geral utilizam títulos da dívida pública como colateral (GABOR; BAN, 2015). Esse tipo de operação, cuja importância para os mercados financeiros modernos é fundamental,

consiste basicamente em um empréstimo – geralmente de curto prazo – utilizando um título como garantia. Uma instituição financeira vende um determinado título a outra, sob a promessa de comprá-lo de volta a um preço pré-determinado (acrescido de uma taxa de juros) em uma data também pré-determinada (Figura 1). Com isso, a instituição credora recebe títulos como colateral pela compra do ativo, que podem ser vendidos caso a instituição tomadora do empréstimo não cumpra a sua parte do acordo (KRISHNAMURTHY *et al.*, 2014). A natureza circular desse tipo de operação serve como uma fonte de financiamento para instituições financeiras em geral, e permitem ao banco central a implementação de decisões de política monetária (GABOR; BAN, 2015).

Figura 1- Funcionamento de uma operação *repo*



Fonte: Elaboração própria (2021) adaptado de Gabor e Vestergaard (2016)

As operações *repo* levam à necessidade de utilização de títulos como colateral, que por sua vez fazem com que o equilíbrio no balanço da economia seja mais tênue, aumentando a interconexão entre os passivos de uma instituição financeira e os ativos de outra. O aumento da relevância desse tipo de operação ao longo das últimas décadas chama atenção também para a lógica temporal da liquidez: as instituições transformam os seus ativos e passivos, manipulando e administrando os seus prazos (GABOR, 2020). A lógica dessas transformações e sua influência na economia como um todo se tornam mais claras quando se adota o ponto de vista de folha de balanço adotado pela CMF: através dessa visão, se torna concreta a maior profundidade e complexidade das relações interfinanceiras, possibilitando visualizar as recorrentes transformações e transferências de ativos e passivos entre instituições.

A transformação no comportamento dos bancos centrais ocorre de forma gradual a partir da década de 1980, e seu aprofundamento se relaciona com o avanço da financeirização da

economia mundial. Esse período foi marcado também por uma maior conexão entre a política fiscal e a política monetária em decorrência de mudanças estruturais no sistema financeiro. Conforme os bancos centrais se voltam à manutenção da taxa de juros, controlada através operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública, elas se tornam a base não só da política monetária, como do funcionamento de todo o sistema financeiro (GABOR, 2016). Porém, a relação simbiótica entre o mercado de *repo* e os títulos de dívida pública é anterior à difusão do seu uso, datando da década de 1950, quando o tesouro nacional dos EUA perde o controle sobre a política monetária, que é assumida exclusivamente pelo Federal Reserve.

Em resumo, a adoção do mercado de operações compromissadas como base da política econômica e a subsequente desregulação desse mercado é uma consequência da busca dos estados de uma solução para a separação da política fiscal e monetária demandada pela revolução monetarista da década de 1980, com a política econômica passando a ter como foco o controle da taxa de juros através de operações de mercado aberto (GABOR, 2016). Assim, os tesouros nacionais e ministérios das finanças perdem poder de decisão sobre a política monetária, dando mais poder aos bancos centrais. Como esses últimos recorrem de forma cada vez mais intensa a operações de mercado aberto, o poder e a influência das instituições financeiras sobre a política monetária aumentam.

Sissoko (2019) afirma que tradicionalmente, o sistema bancário servia como um amortecedor de crises de liquidez, assumindo o risco e, de certa forma, protegendo a economia real. Nesse modelo, os bancos comerciais – cuja principal fonte de financiamento eram os depósitos – assumem o risco dos empréstimos e da liquidez, devido ao fato de tornarem possível ocultar quedas temporárias nos preços dos ativos nos seus balanços, recebendo apoio do banco central até que essas oscilações não sejam mais vistas. Já no sistema moderno e financeirizado (*market-based*), a “proteção” da economia real já não aparece de forma tão marcada, com os bancos tendo as atividades de bancos de investimento como principal fonte de financiamento, abandonando o seu papel de portadores do risco. Como a principal fonte de recursos não é mais os depósitos de clientes, mas sim de ativos de instituições financeiras, os investidores tendem a prezar por ativos com o menor risco de *default* possível, o que se traduz em uma preferência por títulos de curto prazo ao invés do investimento produtivo (SISSOKO, 2019). Esse movimento expõe a economia real à volatilidade e inconstância das finanças, que impõem sua lógica de curto prazo ao restante da economia.

A transição para o modelo de financiamento moderno dos bancos, baseado nas operações

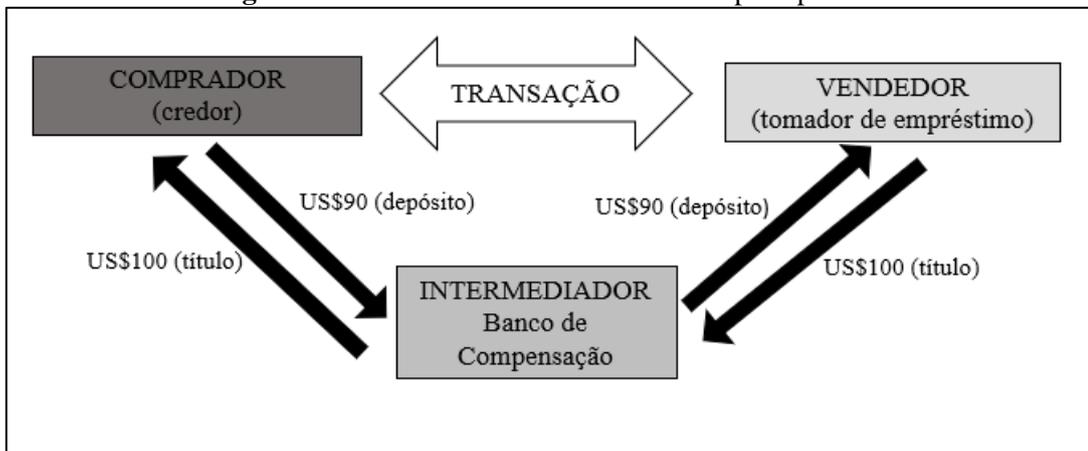
compromissadas e no colateral, não é um tema explorado com frequência pela literatura, principalmente no que se refere aos países periféricos. Porém, as análises desse processo nos EUA (SISSOKO, 2019; 2020) e na Europa (GABOR, 2012), e da conexão entre os dois (GABOR, 2016; GABOR; BAN, 2015) permitem uma compreensão de como a economia global é afetada, ao detalhar o processo de colateralização da economia e seus efeitos.

Operações *repo*, da forma como as conhecemos, foram introduzidos nos EUA após a Primeira Guerra Mundial como uma alternativa ao financiamento através depósitos, devido à dificuldade de financiamento dos bancos relacionadas a impostos que incidiam sobre eles na guerra (ACHARYA; ONCÜ, 2010). Essas operações permaneceram sendo realizadas, sem muitas alterações até a década de 1980, quando passam ser utilizadas em larga escala por instituições financeiras. O mercado de *repo* era considerado uma inovação financeira positiva no mercado de títulos da dívida pública, aumentando a sua liquidez. Na época, não havia qualquer vontade política de regular esse mercado. Mesmo que tentativas de regulação tenham sido feitas, como é o caso de um relatório conjunto do Tesouro Nacional e do Federal Reserve elaborado em 1991, anunciando propostas de regulação que acomodavam essas operações dentro da estrutura do sistema financeiro americano, elas não se concretizaram. O argumento utilizado para justificar a não-regulação do mercado de *repo* era de que se houvessem restrições legais, a liquidez do mercado de títulos da dívida – base do sistema financeiro do país no período – seria prejudicada. A relação do mercado de *repo* com o crescimento e a titularização da dívida pública vai além da crença de que essas operações tornariam o mercado dos títulos da dívida pública mais líquido. Devido a estabilidade do seu mercado esses títulos eram enxergados como o lastro ideal para operações *repo*, aumentando a credibilidade do mercado de *repo* e possibilitando a sua expansão (GABOR, 2020).

Ao longo da década de 1990, houve uma evolução significativa no mercado de títulos da dívida dos EUA, envolvendo principalmente o mercado de *repo* tripartido (Figura 2). Nesse mercado, o colateral – que é o título dado como garantia para o empréstimo à instituição credora – não é administrado pelo credor, mas sim por uma terceira instituição, chamada de banco de compensação. Isso permite que credores que não tenham capacidade de administrar colateral emprestem no mercado de *repo* sem que seja necessário que a instituição tomadora do empréstimo detenha ou administre o colateral (SISSOKO, 2019). Esse é o caso de fundos de mercado monetário, fundos mútuos que concedem empréstimos de curto prazo, geralmente através da transação de títulos públicos, como títulos de dívida. O *repo* tripartido permite esse tipo de instituição participe do mercado de *repo* sem que seja necessário que realizem atividades

de administração e valoração de colaterais, além de incorrer em menos risco de que houvesse erros na administração do colateral por parte do banco tomador do empréstimo (KRISHNAMURTHY *et al.*, 2014). Com o crescimento do *repo* tripartido nos EUA, instituições financeiras se aproveitavam cada vez mais do acesso dos seus bancos de compensação a linhas de crédito de curtíssimo prazo disponibilizadas pelo Federal Reserve para financiar os desequilíbrios nos seus balanços. Isso levou o banco central americano a estabelecer – em 1994 – a cobrança de uma taxa sobre os saques desse tipo de crédito, visando reduzir o tamanho e a velocidade de crescimento desse mercado. A principal consequência dessa nova política foi que as instituições financeiras passaram a financiar os desequilíbrios nos seus balanços através de linhas de crédito similares disponibilizadas por bancos de compensação, o que aumentou e consolidou o mercado de *repo* tripartido (SISSOKO, 2020).

Figura 2- Funcionamento do mercado de *repo* tripartido



Fonte: Elaboração própria (2021) adaptado de Gabor e Vestergaard (2016)

Na Europa, essa nova estrutura do sistema financeiro foi rapidamente adotada. O primeiro país a adotar o modelo do mercado norte-americano foi a França, ainda na década de 1980, priorizando o controle da taxa de juros, abandonando o controle de crédito e dando início a um processo de liberalização financeira, que envolvia o mercado de *repo*. O resto do continente logo seguiu a França, revolucionando o mercado interbancário internacional, cujo mercado de crédito era progressivamente mais colateralizado (GABOR, 2016).

Os bancos centrais mais resistentes à liberalização do mercado de *repo* foram do *Bundesbank*, da Alemanha e o *Bank of England*, na Inglaterra. Esses bancos receavam a volatilidade no mercado monetário associada a esse processo, e consideravam que essa estrutura iria gerar dificuldades na execução da política monetária. Com um mercado de *repo* liberalizado, há a possibilidade dos bancos priorizarem o financiamento de recursos através desse tipo de operação, abandonando as operações de mercado aberto tradicionais, não-colateralizadas,

utilizadas pelos bancos centrais para a implementação de decisões de política monetária, ameaçando a oferta de moeda e a estabilidade de preços. Por isso, os bancos desses dois países impunham restrições às operações compromissadas, como a imposição de taxas aos passivos associados a elas – no caso do *Bundesbank* – e restrições associadas às instituições que poderiam participar desse mercado – no caso do *Bank of England* (GABOR, 2016). Porém, tanto no caso da Inglaterra quanto da Alemanha, os bancos centrais eventualmente cederam às pressões do mercado internacional e dos seus ministérios das finanças, adotando a estrutura de mercado norte-americana em meados da década de 1990.

A volatilidade e os problemas de liquidez associados ao sistema baseado em qualquer título se tornam aparentes a partir do final da década de 1990 (GABOR, 2016), evidenciando o potencial do mercado de *repo* como um vetor de incertezas e sua contribuição para o risco sistêmico. Com isso, se dá início a uma busca por um mercado com liquidez abundante e pouca volatilidade de preços que pudesse ser utilizado como colateral para as operações *repo*, que fosse capaz de preservar o acesso ao financiamento propiciado por ele mesmo em períodos de turbulência no mercado (GABOR, 2016). Um mercado que possuía essas características desejáveis era o mercado de títulos da dívida pública, que passa a servir como mercado de base para o colateral desse tipo de operação. Gabor (2016) afirma que esse contexto dá origem à trindade do mercado de *repo*: ativos estáveis (títulos da dívida pública); mercado de *repo* liberalizado; e estabilidade financeira (GABOR, 2016). Acreditava-se que a estabilidade no sistema financeiro contemporâneo dependia de mercados de base com liquidez elevada, que por sua vez dependiam da liberalização no mercado de *repo*.

Os bancos centrais assumem que em razão do mercado de *repo* ser, na concepção da época, isolado e com liquidez abundante as instituições financeiras dificilmente encontrariam problemas, e que não haveria consequências sistêmicas para as transações realizadas nesse mercado (GABOR, 2016). Apesar da exposição da fragilidade dessa estrutura, o mercado de *repo* cresceu de forma exorbitante do final da década de 1990 até 2008 (SISSOKO, 2019). A década que precede a Crise Financeira Global é marcada então, por mudanças dramáticas no mercado de *repo*. Sissoko (2019) afirma que essas mudanças se concentram no crescimento do mercado de *repo* tripartido visando criar crédito interbancário ilimitado sem que fosse preciso se sujeitar à regulação, permitindo que grandes bancos que agiam como bancos de compensação – como é o caso do *JPMorgan Chase* nos EUA – implementassem sua própria política monetária através dos *repo*. Tradicionalmente, a política monetária nos EUA era implementada através da determinação de uma taxa de juros, que regia o custo dos empréstimos não-

securitizados realizados pelos bancos, determinando assim o preço do crédito ofertado pelos bancos, o que por sua vez afeta o preço de ativos, taxas de câmbio, e a atividade econômica em geral (SISSOKO, 2019). Porém, a criação de moeda através do crédito condiciona os bancos centrais às necessidades das finanças privadas. A emissão de títulos da dívida para financiar o mercado de colateral para as instituições financeiras cria uma situação na qual o banco central obedece às decisões do mercado, e não o contrário. (BOY; GABOR, 2019)

Ao longo dos anos 2000, essa configuração de mercado passa a ser a base do sistema financeiro dos países centrais, criando um consenso de que a combinação de um mercado de *repo* liberalizado associado a um mercado líquido de títulos da dívida pública preservaria a estabilidade financeira (GABOR, 2016). Essa concepção acaba por se tornar a base do sistema bancário de economias financeirizadas, o que traz consigo riscos associados a momentos de crise, pois ao depender de outras instituições financeiras ao invés de depositantes, eles ficam sujeitos à sensibilidade e inconstância dos primeiros (HARDIE *et al.*, 2013). Os riscos associados ao atual modelo de financiamento bancário e sua dependência excessiva do mercado de *repo* são explicitados pela Crise Financeira Global, com a queda do Lehman Brothers em 2008 e a subsequente queda nos preços e um aumento nas margens de avaliação. Em uma economia financeirizada, a redução na quantidade de ativos que poderiam ser financiados por esse tipo de operação tem o mesmo efeito de uma redução na oferta monetária.

Na primeira década do século XXI, o avanço do processo de liberalização dos mercados modificou não só o comportamento dos bancos comerciais, como também alterou a forma com a qual os bancos centrais operam e implementam as decisões de política monetária. Sissoko (2020) analisa o modelo de atuação e a estrutura do Federal Reserve no contexto de um sistema bancário financeirizado. A autora afirma que, antes da crise, as decisões de política monetária eram implementadas por meio do mercado de títulos públicos, no qual os bancos negociavam reservas. Era nesse mercado que o *Federal Open Market Committee* (FOMC) – a autoridade monetária dos EUA – implementava a meta da taxa de juros. Com isso, o banco central americano certificava-se que os bancos desfrutassem de taxas de juros previsíveis para o empréstimo de reservas. Isso só era possível pois como as reservas bancárias são guardadas no Federal Reserve, o banco central controlava o seu nível, e, com isso, podia garantir que a meta da taxa de juros era alcançada.

Quando a Crise Financeira eclodiu nos EUA, uma das prioridades do *Federal Reserve* foi a disponibilização de financiamento para as instituições financeiras. Isso foi feito com a intenção

de evitar um colapso do mercado de *repo* tripartido, que tinha sido profundamente afetado pela crise e constituía tanto uma fonte de captação importante para as instituições financeiras quanto um instrumento fundamental para o próprio banco central. Frente a instabilidade desse mercado, o Federal Reserve também flexibilizou a regulação, permitindo que os bancos comerciais financiassem títulos que estavam em posse dos seus bancos de compensação (SISSOKO, 2019). Com isso, os bancos centrais se viram obrigados a confrontar a impossibilidade da trindade do *repo* discutida por Gabor (2016), questionando a estabilidade dessas operações, que até então eram vistas como instrumentos livres de risco e imunes à volatilidade associada com as obrigações de curto prazo não titularizadas (BERNANKE, 2008). No início da crise, houve uma escassez de liquidez no mercado interbancário cuja origem está nas mudanças decorrentes da financeirização, particularmente a titularização de hipotecas e outros ativos, além da forte dependência do mercado monetário. Essa escassez se deve a retirada em massa dos compradores de ativos a curto prazo do mercado, refletindo a perda de confiança entre os bancos e levando a uma espécie de corrida ao banco no mercado de colaterais (LAPAVITSAS, 2013, p. 277).

A Crise Financeira Global foi um momento crítico não só para o sistema financeiro internacional como para a economia como um todo, exacerbando os efeitos e consequências da financeirização e expondo a fragilidade da economia global financeirizada (VAN DER ZWAN, 2014). A finança está intrinsecamente relacionada com os processos que originam as crises econômicas, com a primeira tendendo a se beneficiar da segunda (EPSTEIN, 2005). Logo, a expansão das finanças significa um aprofundamento das crises financeiras. Todo o contexto da Crise Financeira Global é profundamente relacionado ao crescimento do mercado de *repo* (KRISHNAMURTHY *et al.*, 2014) e, conseqüentemente, ao processo de financeirização da economia, que por sua vez é responsável pelo processo que será explorado: a mudança nas formas de captação das instituições bancárias, e como esse processo foi acelerado e moldado pelas mudanças na economia mundial ocorridas ao longo das últimas décadas.

5 A FINANCEIRIZAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO

Para analisar a profunda mudança de comportamento do sistema bancário brasileiro é necessário realizar uma retrospectiva do processo de liberalização da economia brasileira, influenciados tanto por alterações na conjuntura internacional quanto por reformas institucionais domésticas. Explorar esse processo ilumina as particularidades do sistema bancário nacional, que é notório internacionalmente por sua lucratividade extraordinária desde a década de 1980. Essa característica, que permanece verdadeira até os dias atuais é a justificativa dada por alguns autores para apontar a década de 80 como início da financeirização da economia brasileira (PAULANI, 2010; ARAÚJO *et al.*, 2012). Porém, apesar da alta lucratividade obtida pelos bancos brasileiros no período da chamada hiperinflação (ARAÚJO *et al.*, 2012), não há evidências concretas que indiquem um processo de financeirização do seu modelo de negócios à época, pois não havia uma integração generalizada com o sistema financeiro internacional ou reformas liberalizantes abrangentes no sistema financeiro nacional. Essas reformas só ocorrem na década seguinte.

O processo de liberalização financeira no Brasil tem o seu ponto inicial no governo de Fernando Collor de Mello, entre os anos de 1990 e 1992, quando houve uma política de redução de barreiras ao acesso de investidores estrangeiros ao mercado financeiro doméstico. Esse processo, que só foi concluído em 2000, foi executado principalmente através da adoção de políticas mais flexíveis à entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico e adoção de uma estrutura legislativa que forçava os bancos a seguirem os Acordos de Basileia, adotando um modelo de financiamento baseado na emissão de títulos (FREITAS; DE PAULA, 2001).

Com a implementação do Plano Real, em 1994, houve um aprofundamento da liberalização da economia brasileira. Isso ocorreu devido a liberalização da balança de capitais e da subsequente atração de fluxos de capital por meio das altas taxas de juros adotadas com o objetivo de manter a taxa de câmbio da nova moeda estável, que era indexada ao dólar (PRATES; DE PAULA, 2017). Apesar do Plano Real ter sido uma medida efetiva para o controle da inflação e ter tido sucesso na atração de capital estrangeiro, ele teve graves consequências para o setor bancário nacional: além de perderem os “ganhos inflacionários” dos quais se beneficiavam até a adoção da nova moeda, eles lidavam com um nível alto de inadimplência causado pelas taxas de juros exorbitantes, que chegavam a atingir 40% em termos reais (CARVALHO, 2003).

Ao final da década de 1990, a volatilidade internacional causada pela Crise Asiática levou a uma fuga de capitais dos países periféricos, incluindo o Brasil. A saída de grande parte dos investimentos estrangeiros pressionou a taxa de câmbio do Real, que na época ainda era indexado ao Dólar, fazendo com que as autoridades monetárias revisassem a meta de inflação (que passou a ser de 8% em 1999) e adotassem um regime de câmbio flutuante e desvalorizado. Essa conjuntura provocou uma maior concentração no setor bancário privado, com diversos bancos estrangeiros deixando de atuar no país. Esse processo de concentração no setor bancário continuou ao longo da década seguinte, com o número de bancos saindo de 203 em 1998 para 159 em 2008 (DE PAULA, 2010).

No governo Lula da Silva, o fundamento do regime macroeconômico brasileiro continua a ser pautado na liberalização e na conformidade ao mercado. Porém, o cenário internacional se encontrava bem mais favorável no período. O que é particularmente verdadeiro para o biênio 2005-2007, quando além do aumento no preço das *commodities* ter levado a um saldo positivo na balança de capitais, os fluxos de capital internacional se voltaram aos países periféricos. No momento, tanto os bancos quanto as empresas não-financeiras brasileiras tinham acesso a fontes de financiamento muito mais amplas, como o mercado de títulos da dívida (FREITAS, 2009). Esse conjunto de fatores eventualmente permitiu que houvesse uma redução na taxa de juros, que dinamizou o mercado de crédito do país, aumentando a demanda agregada e estimulando crescimento econômico (FREITAS, 2009).

No entanto, o crescimento econômico impulsionado por essa entrada de capital estrangeiro acabou por deixar o Brasil mais dependente e vulnerável às mudanças no cenário internacional, notavelmente às alterações na taxa de câmbio causadas por ajustes de portfólio de investidores estrangeiros, principalmente aqueles de curto prazo (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2014). Com esse aumento na vulnerabilidade, a Crise Financeira Global teve graves consequências para a economia brasileira. Para o sistema financeiro, do qual as instituições centrais são os bancos, as consequências dessa intensa interligação internacional foram ainda mais graves. As folhas de balanço dos bancos de diversas economias do mundo se encontravam cada vez mais interligadas (TOOZE, 2018). Logo, era inevitável que as suas consequências atingissem o Brasil. Apesar da Crise Financeira de 2008 ter tido, aparentemente, um efeito brando na economia do país, a fuga de capitais causada por ela chegou a atingir US\$ 13 bilhões (FREITAS, 2009), forçando uma desvalorização do Real e um aumento nas taxas de juros, levando o setor bancário nacional à iminência de uma nova crise.

Com o objetivo de evitar que uma nova crise bancária ocorresse, o governo brasileiro adota uma série de medidas, como por exemplo uma redução nas reservas compulsórias em forma de títulos da dívida pública exigidas pelo Banco Central, que eram particularmente altas no caso dos depósitos (depósitos a prazo, por exemplo, exigiam uma reserva compulsória de 100%), com o objetivo de disponibilizar mais liquidez aos bancos. Mas o principal fator que amenizou os efeitos da crise na economia brasileira foi a atuação dos bancos públicos, que serviram como importantes instrumentos de política anticíclica. O Banco do Brasil e a Caixa foram alvo de linhas de crédito subsidiado, o que permitiu que houvesse um aumento no crédito ofertado e possibilitou a compra de carteiras de crédito de outros bancos, o que aliviou os problemas de restrição de liquidez pelos quais o setor passava (SOBREIRA; DE PAULA, 2010).

A clara distinção entre as instituições sob controle público e instituições privadas é claramente exposta no período da Crise Financeira Global. Bancos públicos, que tradicionalmente desempenhavam um papel desenvolvimentista, de fomento ao crédito de longo prazo e segmentos menos lucrativos no país, como o crédito rural e o imobiliário foram utilizados como instrumentos de política contracíclica (ARAÚJO; CINTRA, 2011). Enquanto isso, bancos comerciais privados passaram por uma nova onda de aquisições, que implicaram em uma maior concentração no setor. Com a saída de inúmeros bancos estrangeiros do país e uma nova onda de aquisições em consequência das restrições à liquidez dado o cenário de crise, levou à consolidação do setor bancário privado do país em torno de três bancos: Bradesco, Itaú e Santander. Com a compra do ABN pelo Santander, do Unibanco pelo Itaú e de diversos bancos regionais pelos bancos públicos, particularmente pelo Banco do Brasil, o setor bancário assume a estrutura que tem hoje, controlado por três grandes bancos privados: Itaú, Santander, e Bradesco, e dois grandes bancos públicos: Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal (TELES *et al.*, no prelo).

O período pós-crise foi favorável não só para o setor bancário como para a economia brasileira como um todo: com a tendência de aplicação de política monetária expansionista nos países centrais (taxas de juros baixas e medidas de *Quantitative Easing*), fuga de capitais da zona do euro, e um novo aumento no preço das commodities, surge um novo ciclo de fluxos de capital direcionados à periferia, com o Brasil sendo um dos maiores beneficiados. A saída de capital estrangeiro ao longo da crise foi mais do que compensada pela entrada ocorrida entre 2009 e 2011, que foi atraído pelas taxas de juros adotadas pelo país (BIANCARELLI *et al.*, 2017). Logo, apesar das taxas de juros relativamente altas, o período pós-crise brasileiro foi marcado por um aumento extraordinário nas reservas internacionais, que saíram de US\$85 bilhões em

2006 para US\$38 bilhões em 2012 (BIANCARELLI *et al.*, 2017). A esterilização dessas reservas pelo Banco Central se deu através de operações compromissadas com títulos da dívida pública recém-emitidos, o que por sua vez levou a um aumento nas operações interbancárias e uma reestruturação nos balanços dos bancos (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017). O período foi marcado também por uma pressão para a apreciação do Real, que se torna uma das principais preocupações da política monetária da época (FRITZ; PRATES, 2018).

A partir de 2013, porém, há uma mudança no contexto internacional, com uma queda generalizada nos preços das commodities e um enfraquecimento do movimento de entrada de capital estrangeiro no país, que se tornavam cada vez mais voláteis (PRATES; DE PAULA, 2017), o que leva a um aumento substancial nas taxas de juros. Essa reversão súbita na economia brasileira causada por fatores externos evidencia a severidade do nível de dependência que não somente o sistema financeiro, mas toda a economia doméstica tem com os mercados internacionais desde as reformas liberalizantes da década de 1990, um cenário que ainda dita o rumo da economia brasileira nos dias de hoje

5.1 AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS NO BRASIL

O contexto histórico, econômico e político do Brasil leva a divergências tanto na consolidação quanto na configuração do mercado de *repo* e do avanço do processo de titularização da dívida pública no Brasil. Mesmo que seja possível traçar um paralelo com a forma com a qual esse mercado ganha importância como base de sustentação do sistema financeiro no centro, o caráter subordinado da inserção do Brasil no sistema financeiro internacional traz consigo algumas particularidades. Apesar das *repo*, ou operações compromissadas serem instituídas como instrumento de política monetária no Brasil em 1967, como parte de esforços de dinamização do mercado de títulos no país (BCB, 2002), a sua utilização permaneceu marginal ao longo das primeiras décadas da sua existência. Essas operações ganham relevância a partir do século XXI, mais tardiamente que nos países centrais.

Após passar as primeiras décadas da sua existência sendo utilizadas apenas de forma marginal, as operações compromissadas ganham relevância rapidamente ao longo dos anos 2000. Essa relevância vem não somente como uma fonte de captação de recursos para as instituições financeiras, mas também como instrumento de política monetária. Mesmo que essa última função também seja significativa em outras economias, conforme a financeirização se consolida no Brasil no início da década de 2000, o BCB passa a priorizar as operações compromissadas

sobre outros instrumentos, como os recolhimentos compulsórios ou mesmo outros tipos de operações de mercado aberto, de forma mais substancial do que se vê na experiência internacional. A política monetária brasileira é centrada no controle da taxa de juros, de forma que a taxa Selic convirja para a meta, o que ao longo da última década é feito basicamente através das operações compromissadas (PEREIRA; DE PAULA; BRUNO, 2020).

Diversos fatores contribuíram para o surgimento de um mercado de *repo* no Brasil. Um marco significativo o Artigo 34 da Lei de Responsabilidade Fiscal, que passa a ser válido em 2002 e impede que o Banco Central emita seus títulos junto ao mercado de forma direta (PELLEGRINI, 2017). O crescimento desse mercado se torna mais expressivo, porém, a partir de 2006, quando os últimos títulos de emissão do Banco Central que haviam permanecido no mercado foram resgatados. Os títulos que podem ser utilizados como lastro (colateral) para operações compromissadas estão dispostos na Resolução N° 339/06 do BCB, de janeiro de 2006. Esses títulos, que incluem tanto títulos públicos quanto os emitidos por instituições financeiras privadas são:

Art. 2º As operações compromissadas podem ter por objeto exclusivamente os seguintes títulos, devidamente registrados no Selic ou em sistema de custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários:

- I - títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil;
- II - créditos securitizados pelo Tesouro Nacional; Resolução n° 3339, de 26 de janeiro de 2006
- III - Títulos da Dívida Agrária de emissão do Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária (Incra);
- IV - títulos estaduais e municipais;
- V - certificados de depósito bancário;
- VI - cédulas de crédito bancário;
- VII - certificados de cédulas de crédito bancário;
- VIII - letras de câmbio de aceite de instituições financeiras;
- IX - letras hipotecárias;
- X - letras de crédito imobiliário;
- XI - cédulas de crédito imobiliário;
- XII - debêntures;
- XIII - cédulas de debêntures;
- IV - notas comerciais;
- XV - certificados de recebíveis imobiliários;
- XVI - cédulas de produto rural com liquidação financeira;
- XVII - certificados de direitos creditórios do agronegócio;
- XVIII - letras de crédito do agronegócio;
- XIX - certificados de recebíveis do agronegócio;
- XX - cédulas de crédito à exportação;
- XXI - notas de crédito à exportação;
- XXII - outros títulos que venham a ser autorizados pelo Banco Central do Brasil. (BCB, 2006).

As operações compromissadas se tornam tão relevantes para a economia nacional que acabam sendo incluídas na contabilização da Dívida Bruta do Governo em janeiro de 2008, a partir da

resolução 3339/08 do Banco Central (BCB, 2018). O crescimento das operações compromissadas foi acompanhado por uma queda nas transações de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos públicos com remuneração pós-fixada, baseada na variação da Selic acumulada da data-base à data de vencimento do título. Esses títulos tinham como característica os prazos curtos e a alta lucratividade, por serem indexados à taxa básica de juros, o que fazia com que fossem bastante utilizados pelas instituições financeiras (BCB, 2016). Entretanto, em 2006, o Tesouro Nacional começa a implementar medidas para eliminar títulos pós-fixados, substituindo-os por títulos pré-fixados, como as Letras do Tesouro Nacional (LTN) e Notas do Tesouro Nacional (NTN), tendo como um dos principais objetivos diminuir a participação desses títulos na dívida pública (PAIM, 2016). Esse objetivo foi, de certa forma, atingido, com a participação de LFT na dívida pública saindo de mais de 50% em 2000 para 7% em 2014 (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). As instituições financeiras viram nas operações compromissadas um substituto para as LFT, pois também eram uma fonte de financiamento com prazos curtos e alta rentabilidade (PELLEGRINI, 2017). Assim, com a eliminação das LFT a partir do final de 2006, as instituições financeiras passam a recorrer ao financiamento através das operações compromissadas, levando a um aumento significativo na importância e peso desse mercado. Assim, o estoque de operações, que era equivalente a apenas 0,5% do PIB em 2000, cresce a ponto de ser equivalente a 16,2% do PIB em 2017 (BCB, 2018).

A evolução das reservas internacionais e dos juros também influenciariam na evolução das operações compromissadas no Brasil, assim como a sua utilização como instrumento de política monetária no que diz respeito ao controle da liquidez. No período entre 2006 e 2012, a entrada de capital estrangeiro no país devido ao *boom* das *commodities* e ao direcionamento de fluxos de capitais aos países emergentes levou a um acúmulo de reservas internacionais (PELLEGRINI, 2017). Esse acúmulo de reservas impeliu o BCB a utilizar, de forma intensa, as operações compromissadas para a estabilização da taxa de juros e esterilização das reservas internacionais. A utilização das operações compromissadas em larga escala para a estabilização da taxa de juros de curto prazo alude ao foco no curto prazo do BCB. Levando em conta o caráter periférico da financeirização no Brasil, o sistema bancário se volta às aplicações financeiras de curtíssimo prazo não somente por seu alto rendimento quando comparado ao de investimento produtivo, mas também pelo seu menor risco em uma economia frágil e vulnerável a crises (CARVALHO, 2005).

Os títulos da dívida pública são os mais utilizados como colateral para as operações compromissadas. Porém, assim como ocorre nos países centrais, títulos hipotecários e de

crédito imobiliário também são utilizados de forma recorrente. O processo de titularização do crédito imobiliário no Brasil se inicia no final do século XX. Até o final da década de 1990, a política de crédito habitacional brasileira era baseada no Sistema Financeiro de Habitação (SFH) - programa criado em um contexto de intervenção estatal na economia – cujo crédito era majoritariamente lastreado na captação de poupança (ROYER, 2016). Porém, em 1997, em meio ao processo de liberalização das finanças no Brasil, é criado o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que substitui o SFH, no qual o papel do estado é muito mais limitado. O SFI, criado pela Lei nº 9514/97, modifica a forma de garantia dos empréstimos, permitindo a titularização do crédito imobiliário. Essa titularização ocorre através de bancos e instituições financeiras e das companhias securitizadoras de crédito imobiliário, também criadas pelo SFI, cujo objetivo é a aquisição e titularização desses créditos, utilizando-os como lastro para Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) (BRASIL, 1997).

Nos anos seguintes ao estabelecimento do SFI, são criados diversos instrumentos financeiros relacionados às hipotecas e ao crédito imobiliário, com o objetivo de titularizar e gerar liquidez para esse mercado. Entre os instrumentos criados, estão as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), títulos emitidos para viabilizar transações de crédito imobiliário, que podem ser compradas pelas companhias titularizadoras para lastrear as emissões de CRI; e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), que são papéis de renda fixa que podem ser emitidos por bancos comerciais, utilizando como lastro créditos imobiliários garantidos, de modo geral, por hipotecas (BRASIL, 2004). As LCI são, de modo geral, pós-fixadas com prazos curtos e indexadas às taxas de depósito interbancário, tornando-as atrativas para os bancos. A criação desses novos instrumentos acabou levando títulos baseados no SFH ao desuso. Esse é o caso das Letras Hipotecárias (LH), títulos lastreados em crédito hipotecário e que também podem ser emitidos por bancos comerciais, mas com as hipotecas se tornando uma forma cada vez menos utilizada de garantia para financiamento imobiliário no Brasil, o mercado de LH, que atinge seu pico em meados da década de 1990, está em declínio desde então (LIMA, 2012).

Mesmo que as mudanças nos programas de crédito à habitação e criação de novos instrumentos tenham ocorrido no final da década de 1990, a titularização do crédito imobiliário só ganha força na segunda metade da década de 2000 (FERABOLLI; MORAIS, 2016). Ainda que as LCI e CCI tenham se tornado importantes para os bancos nos últimos anos, a titularização do crédito imobiliário permanece marginal no Brasil, não se tornando um mercado de colateral de larga escala para operações compromissadas (PEREIRA, 2017). Esse papel é executado no país por títulos como os títulos de dívida pública, LTN, Letra Financeira, LFT, e Certificados de

Depósito Bancário (CDB) (PELLEGRINI, 2017). Logo, apesar da permeação das finanças nas políticas habitacionais brasileiras ser inegável, o financiamento imobiliário ainda é baseado majoritariamente no financiamento bancário, sem um grande envolvimento do mercado financeiro, com as instituições públicas sendo as principais provedoras de crédito para o setor (PEREIRA, 2017).

O BCB seleciona anualmente as instituições financeiras autorizadas a atuar como *dealers* nas operações de mercado aberto junto ao Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB)². No total são doze instituições selecionadas a cada período, com base em avaliações de desempenho que consideram, principalmente, as operações dessas instituições envolvendo títulos públicos federais. No Quadro 1, estão dispostas as instituições credenciadas como *dealers* de operações de mercado aberto junto ao BCB em 2020.

Quadro 1– Instituições credenciadas a operar com o Demab em 2020

Nome da Instituição
BANCO BRADESCO S.A.
BANCO BTG PACTUAL S.A.
BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A.
BANCO DO BRASIL S.A.
BANCO J.P. MORGAN S.A.
BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL
GUIDE INVESTIMENTOS S.A. CORRETORA DE VALORES
ITAÚ UNIBANCO S.A.
RENASCENÇA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.
XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.

Fonte: BCB (2020)

Cabe ressaltar que entre as doze instituições selecionadas, duas vagas são reservadas para corretoras independentes, que não pertençam a conglomerados financeiros que incluam instituições bancárias. Além disso, em um conglomerado financeiro, apenas a instituição que atingir a maior pontuação na avaliação de desempenho será permitida a atuar como *dealer*. A

² O BCB impõe restrições às instituições autorizadas a atuar como *dealers*. De acordo com a Circular nº 3.746, de janeiro de 2015, essas instituições – que são reavaliadas a cada doze meses e, portanto, não necessariamente permanecem as mesmas ao longo dos anos – devem ter um patrimônio de referência de ao menos R\$26.250.000, ter um padrão ético de conduta elevado nas operações realizadas no mercado financeiro, e não estarem sujeitas a restrições que desaconselhem esse credenciamento.

ampla presença de bancos comerciais entre as instituições credenciadas denota um maior envolvimento com atividades de bancos de investimento, priorizando a relação com o mercado e transações com outras instituições financeiras sobre os depósitos (LAPAVITSAS, 2009). Essa tendência é um dos elementos mais característicos de um sistema bancário financeirizado.

Isso posto, a discussão aqui foca nessa guinada às atividades de bancos de investimento por parte dos bancos comerciais atuantes no território nacional. Mais da metade dos ativos do setor bancário – de acordo com dados da plataforma IFdata, do BCB – se concentram em cinco bancos comerciais: Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco Bradesco, Banco Santander Brasil e Itaú Unibanco, instituições credenciadas como *dealers* de operações compromissadas junto ao BCB. Assim, busca-se aqui mostrar as alterações nas formas de captação dos balanços dos bancos comerciais brasileiros – dos quais as instituições mais representativas são as citadas acima – à luz do desempenho de atividades consideradas próprias de bancos de investimento frente às pressões da financeirização.

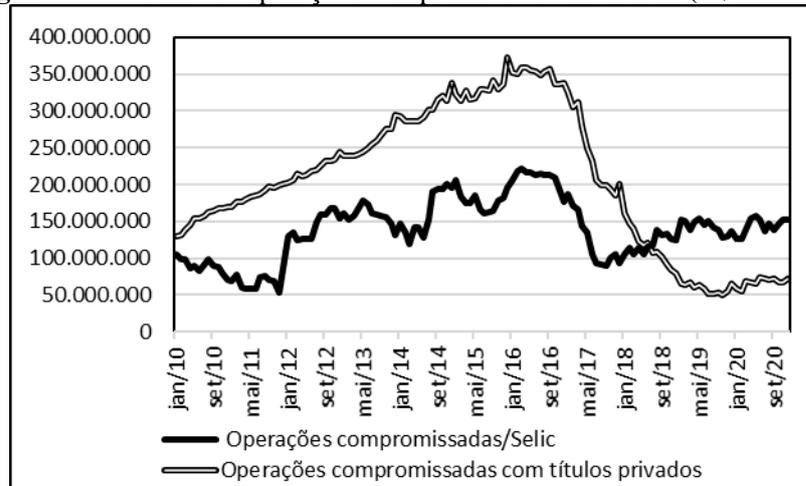
5.2 MUDANÇAS NA FORMA DE CAPTAÇÃO BANCÁRIA NO BRASIL

A financeirização periférica tem como uma das principais características uma reforma da estrutura institucional do sistema financeiro nacional, associada a uma tendência de titularização da dívida pública, e no papel desses títulos como instrumento de controle da liquidez na economia (BECKER *et al.*, 2010). A titularização implica em uma dependência *en masse* de instrumentos como operações compromissadas, o que apesar de convergir com a trajetória vista nos países centrais, no Brasil é moldado pelas particularidades que acompanham a subordinação. O sistema bancário brasileiro apresenta uma clara segmentação entre os bancos públicos e os bancos privados, que se mostra clara na atuação dessas instituições ao longo da Crise Financeira Global. Isso posto, os anos que a sucederam marcam uma mudança no sistema bancário como um todo, com o estabelecimento dos critérios de regulação e supervisão de Basileia III, mas também no comportamento do sistema bancário brasileiro. a influência da sua subordinação em relação aos países centrais e a fragilização causada pela intensa fuga de capitais ao longo da crise trouxeram consequências duradouras para os bancos do país. Mesmo que passada a turbulência inicial do estopim e alastramento da crise, a década de 2010 ainda foi marcada por suas consequências não só no sistema bancário, mas na economia como um todo, afetando fatores tanto que dizem respeito ao contexto internacional quanto domésticos.

Assim, buscamos analisar como o sistema bancário brasileiro se comporta frente ao molde

imposto a ele pela financeirização periférica, pela crise financeira de 2008 e pela crescente relevância das operações compromissadas como fonte de financiamento para os bancos. Para isso, são analisadas as fontes de captação dos bancos de 2010 – ano no qual o choque inicial da Crise Financeira Global já se mostra mais branda – até 2020. Esse espaço temporal engloba a dinâmica do período pós-crise, a crise política-econômica brasileira de 2014-2016 e os anos que a sucedem. É feita também uma distinção entre os bancos públicos e os bancos privados, devido às divergências no seu modelo de negócios. Com isso, procura-se mostrar que os bancos brasileiros, apesar de ter suas fontes de captação fortemente afetadas pelo caráter subordinado da economia nacional, seguem as tendências internacionais. Adotando passivos colateralizados e cada vez mais envolvidos com o mercado financeiro, como é o caso das operações ou compromissadas. A trajetória das operações compromissadas no Brasil desde a Crise Financeira Global (Figura 3) pode ser dividida em três momentos distintos: uma tendência de crescimento elevado até meados de 2016; uma queda também acentuada entre 2016 e 2018; e um cenário de reversão após julho de 2018, quando há, simultaneamente, um aumento nas operações compromissadas realizadas com lastro em títulos da dívida pública – registradas no sistema Selic – e um aprofundamento da queda nas operações compromissadas realizadas com títulos privados como colateral, fazendo com que as primeiras passem a se sobressair às segundas.

Figura 3 – Volume de operações compromissadas no Brasil (R\$ Milhares)



Fonte: Elaboração própria (2021) com base em BCB (2021)

A trajetória de queda nas operações compromissadas realizadas com títulos públicos que se vê no início da série ocorre devido à mudança das medidas de promoção da liquidez tomadas pelo BCB após a eclosão da crise financeira global: tentando estabilizar o mercado de derivativos através de operações de swap cambial através de linhas estabelecidas com o Federal Reserve; e, o que é mais relevante para a análise feita aqui, realizando operações compromissadas

(PAINCEIRA, 2010). A atuação do BCB acabou por reforçar a natureza de curto prazo do mercado financeiro e da política monetária nacional: as operações de swap cambial, feitas com derivativos de curto prazo eram esterilizadas através de operações compromissadas. Ou seja, para enxugar o excesso de liquidez na economia gerado pela compra de dólares, o BCB realizava operações compromissadas com títulos públicos. (PAINCEIRA, 2010). Esses fatores refletem o alto grau de dependência do Brasil de fluxos de capital de curto prazo, que acabam por condicionar as decisões de política monetária.

No final de 2010, o BCB eleva a alíquota dos recolhimentos compulsórios, que tinham sido reduzidas no choque inicial da Crise Financeira Global. As operações compromissadas não são sujeitas aos recolhimentos compulsórios, mas o fato desses dois instrumentos desempenharem essencialmente a mesma função reduziu a necessidade de o BCB recorrer às operações compromissadas, fazendo o seu volume diminuir (PELLEGRINI, 2017). No quarto trimestre de 2011, se vê um novo aumento nessas operações, o que se deve ao relaxamento das medidas adotadas ao longo da crise. Esse relaxamento se une aos efeitos da política do Tesouro Nacional de utilizar os superávits fiscais para resgatar títulos indexados à Selic no mercado primário (em vigor entre 2006 e 2014), levando o BCB a depender mais das operações compromissadas para controlar a liquidez da economia (PAULA; MARCONI, 2018).

A dependência dos fluxos de capital de curto prazo também pode justificar a queda nas operações compromissadas a partir do segundo trimestre de 2016. A crise que se desencadeia na Europa após a Crise Financeira Global direciona os fluxos de capital internacional aos países emergentes, com o Brasil sendo um dos principais destinos (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017), o que pode também explicar o aumento visto nas operações compromissadas realizadas com títulos privados no período pós-crise. Além disso, a reversão dos fluxos de capital nos meados da década de 2010 implica uma menor entrada de divisas na economia brasileira. Sem o excesso de liquidez causado pela entrada de moeda estrangeira, há uma necessidade menor de esterilização de reservas internacionais por parte do BCB. Como o instrumento utilizado de forma predominante pelo BCB para esterilizar as reservas internacionais são as operações compromissadas com títulos públicos, se não há capital estrangeiro entrando no país, o volume dessas operações diminui. Esse cenário é precisamente o que se vê no Brasil a partir de 2016.

O volume das operações compromissadas realizadas com títulos privados está em queda desde 2016. Essa queda foi tão significativa que o seu volume, que desde 2010 era consistentemente

maior que o das operações compromissadas com títulos públicos, atinge um nível inferior às segundas em outubro de 2018. Um dos principais responsáveis por esse processo são mudanças regulatórias, em particular a Resolução nº 4.527/2016 do Conselho Monetário Nacional. Essa resolução proíbe as instituições financeiras de realizarem operações compromissadas utilizando como lastro títulos emitidos por instituições ligadas ou pertencentes ao mesmo conglomerado, fator ao qual o alto volume de operações compromissadas utilizando títulos privados até o início de 2017 pode ser atribuído. Essa medida foi implementada pois, para o BCB, a grande relevância das operações compromissadas lastreadas em títulos emitidos por instituições do mesmo conglomerado como forma de captação inutiliza a principal função de haver um lastro em primeiro lugar, que seria mitigar o risco de inadimplência (BCB, 2017). Com a implementação dessa medida, a queda no volume de operações compromissadas realizadas com títulos privados é quase imediata. Essa queda já é notada no período de transição, que durou até o dia 31 de dezembro de 2017, no qual novas operações compromissadas podiam ser realizadas com títulos de instituições ligadas, contanto que não houvesse emissão de novos títulos para esse fim.

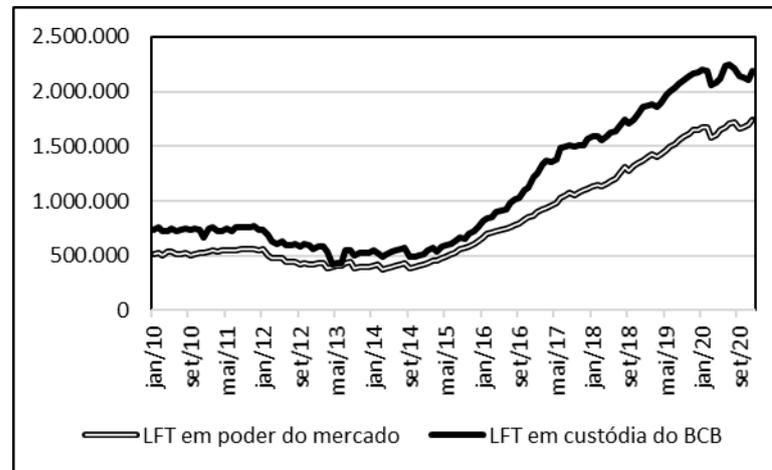
A reversão dos fluxos de capital coincide com o início da crise político-econômica brasileira de 2014-16, o que pode ser visto na trajetória descendente do investimento direto conforme essa crise se aprofunda (FIGURA 4). O investimento em carteira é uma aproximação utilizada com mais frequência para a visualização dos fluxos de capital internacional, por ser composto por fluxos oriundos da emissão de títulos de crédito negociados em mercados secundários. Porém, o investimento em carteira é demasiado instável no Brasil ao longo do período analisado aqui. Por isso, utilizamos aqui o investimento estrangeiro direto que, apesar de não incluir os investimentos feitos no mercado de capitais, reflete mais fielmente os ciclos econômicos vistos no país. Em conjunto com a reversão dos fluxos e a deterioração da economia nacional se vê também nesse período uma mudança em tendências do mercado financeiro brasileiro que podem ter contribuído para a queda nas operações compromissadas, realizadas tanto com títulos da dívida pública quanto com títulos privados.

Figura 4 – Investimento direto no país acumulado em 12 meses (US\$ Milhões)

Fonte: Elaboração própria (2021) com base em BCB (2021)

As LFT haviam sido, de certa forma, substituídas como colateral de operações compromissadas por outros títulos, como LTN e NTN entre 2006 e 2014. As LTN e NTN têm rendimentos e prazos semelhantes aos das LFT e não estavam incluídos na política do Tesouro Nacional de eliminação de títulos indexados à Selic (PELLEGRINI, 2017). Porém, as LFT voltam a ganhar relevância conforme a situação fiscal do país piora meados de 2014, (Figura 5). A maior relevância das LFT se relaciona tanto com a impossibilidade de o Tesouro Nacional utilizar os superávits fiscais para eliminar LFT do mercado primário, quanto com o aumento da demanda de investidores por títulos pouco arriscados. Ou seja, títulos indexados à Selic e com pouco risco de oscilações no preço. A demanda de LFT se relaciona com a redução na necessidade de o BCB esterilizar as reservas internacionais diminuindo o volume de operações compromissadas realizadas com as instituições financeiras.

O aumento das LFT no período da crise se deve ao fato das características dos prazos curtos e do baixo risco, que proporcionam ao investidor uma cobertura contra as flutuações da taxa Selic, levando-as a serem conhecidas no mercado como papéis da crise (PAULA; MARCONI, 2018), por seu estoque e demanda aumentarem em períodos nos quais a economia está turbulenta. Com o aprofundamento da crise brasileira o estoque das LFT, títulos que costumam servir de colateral para operações compromissadas (PAULA; MARCONI, 2018), passa a aumentar tanto em custódia do BCB quanto em poder do mercado. Aumento que se deu sem que houvesse um aumento correspondente no volume de operações compromissadas. Até 2019 há um aumento da demanda por LFT devido à situação econômica desfavorável, e o aumento relativo das operações compromissadas lastreadas em títulos públicos quando comparadas com as lastreadas em títulos privados.

Figura 5 – Estoque de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) (R\$ milhões)

Fonte: Elaboração própria (2021) com base em BCB (2021)

Adicionalmente, um outro fator condicionante da trajetória das operações compromissadas é a realização de operações de swap cambial e a acumulação de reservas internacionais, que aumentam a base monetária e levam o BCB a aumentar o volume de operações compromissadas para controlar a liquidez da economia. O BCB utilizou extensivamente as operações compromissadas no período que vai de meados da década de 2000 – em consequência do boom das commodities – até 2012, que foi marcado por uma significativa entrada de divisas – e consequentemente acumulação de reservas internacionais – no país. Porém, no período em que houve entrada de capitais no Brasil o BCB utilizou as operações compromissadas não somente para esterilizar o alto volume de dólares que entravam no país, mas também para financiar mais operações de *swap* cambial, tendo como resultado o aprofundamento da dependência da economia brasileira na moeda americana (PELLEGRINI, 2017).

As operações de *swap* cambial afetam as reservas bancárias e, consequentemente, as operações compromissadas. Isso ocorre por funcionarem com base na troca de rentabilidade e risco em trocas de contratos padronizados de derivativos durante um período pré-estabelecido: se a desvalorização do câmbio somada ao cupom cambial – juros levados em conta nas operações de swap – for maior que a taxa Selic nesse período, o BCB paga à outra parte do contrato, o mercado, essa diferença. Se o contrário ocorre, o mercado paga ao BCB. Em razão da desvalorização cambial ocorrida entre 2014 e 2015, o Banco Central teve que pagar ao mercado em 2015 e no ano seguinte, o reverso ocorreu (PELLEGRINI, 2017), levando a uma acumulação de reservas internacionais em 2016. Tendo em vista que a acumulação de reservas

faz com que o BCB aumente o volume de operações compromissadas para controlar a liquidez, essa dinâmica pode explicar a flutuação que se vê nas operações compromissadas realizadas com títulos públicos no biênio 2015-2016.

5.3 DIVERGÊNCIAS ENTRE BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS

A segmentação do setor bancário brasileiro é uma particularidade importante quando se discute a sua relação com o BCB e com o mercado. Mesmo quando se realiza uma análise cujo ponto de partida é 2010, período no qual o modelo de negócios dos bancos – e por conseguinte as suas fontes de captação – já havia sido moldado pela financeirização, cabe analisar de forma distinta o segmento dos bancos comerciais públicos e privados. A análise da evolução das operações compromissadas como forma de captação para os bancos comerciais brasileiros apresenta aspectos nebulosos em razão da ausência de um padrão para as notas explicativas de operações compromissadas. Alguns aspectos como o tipo da carteira, o prazo e os títulos utilizados como colateral para esse tipo de operação entre os bancos comerciais – um elemento que levaria a um significativo enriquecimento da análise feita aqui – não são dispostos claramente nas notas explicativas dessas instituições.

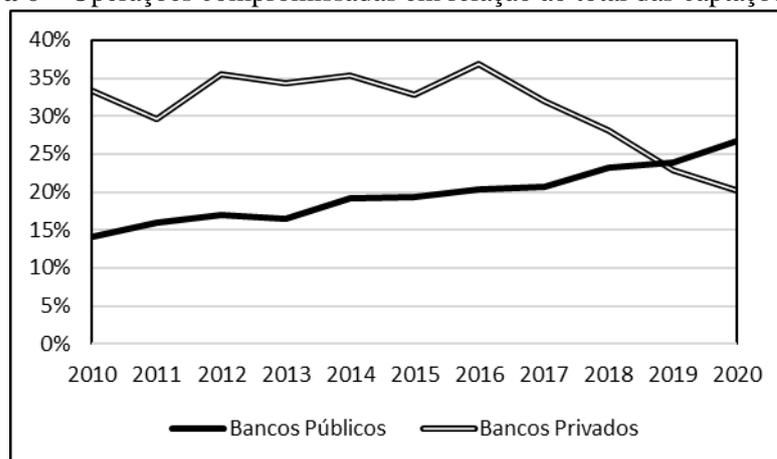
A análise das fontes de captação dos bancos comerciais brasileiros feita aqui tomará como base as proposições da *Critical Macro-Finance* (GABOR, 2020). Essa abordagem, ao afirmar que o sistema financeiro mundial financeirizado é liderado pelos EUA, mudando as práticas de produção de liquidez e fazendo com que as finanças *market-based* se tornem a norma no mundo, permite que conclusões importantes sejam elaboradas no que diz respeito às fontes de captação das instituições financeiras.

O sistema financeiro mundial pode ser visto como uma hierarquia de folhas de balanço interconectadas, com toda a economia sujeita, de forma cada vez mais marcada, à lógica temporal aplicada nelas (KONINGS, 2018). Assim, as instituições financeiras transformam e movimentam ativos e passivos de forma temporária como lhes convém, interligando os lados dos ativos e passivos de uma maneira cada vez mais intrincada, o que, para essa discussão, tem como principal consequência uma relevância cada vez maior de fontes de captação que envolvem operações colateralizadas e empréstimos temporários, como as operações compromissadas. Entre os bancos comerciais brasileiros, tanto públicos quanto privados, os depósitos permanecem representando uma porção substancial das captações. Porém, essas instituições têm se voltado cada vez mais a instrumentos envolvidos com as finanças, como

transações de títulos e operações compromissadas.

A relevância das operações compromissadas como fonte de captação é bastante divergente entre as instituições públicas e as instituições privadas. Entre os bancos comerciais públicos, dos quais somente a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil podem atuar como *dealers* em operações de mercado aberto, houve, de 2010 até 2020, um crescimento constante desse tipo de operação como uma fonte de captação (Figura 6). Em 2020, as operações compromissadas correspondiam a 26,76% do total das captações dessas instituições, o que representa um crescimento de quase treze pontos percentuais em relação aos 14,15% vistos em 2010. Apesar do seu papel histórico como financiadores de investimento de longo prazo e de instrumentos de política econômica, que se refletiu na sua atuação contracíclica na Crise Financeira Global (SOBREIRA; DE PAULA *et al.*, 2010), o aumento na dependência das operações compromissadas como fonte de captação pode significar uma conformidade à tendência global dos sistemas bancários financeirizados: a priorização gradual fontes de captação mais envolvidas com as finanças sobre as fontes tradicionais (depósitos).

Figura 6 – Operações compromissadas em relação ao total das captações (p.p.)



Fonte: Elaboração própria (2021) com base em BCB (2021)

Entre os bancos privados, as operações compromissadas representavam, já em 2010, uma importante fonte de captação, correspondendo a 33,25% destas. Isso reflete o maior envolvimento dessas instituições com o mercado financeiro, pelo menos no que diz respeito ao cenário brasileiro. Os bancos comerciais privados apresentam, desde a liberalização financeira no final da década de 1990, uma convergência maior com o mercado e refletindo a lógica de curto prazo que caracteriza o processo de financeirização periférica. Depois de um longo período de relativa estabilidade, no qual as operações compromissadas permanecem compondo por volta de 35% das captações dos bancos privados, há uma perda de relevância, que, apesar

de gradual, é significativa: elas passam de corresponder a 36,88% das captações em 2016 a corresponder 20,20% em 2020. Essa queda de 16,68% não só faz com que essa fonte de captação passe a ser mais importante para as instituições públicas que para as privadas, como também é maior que o crescimento verificado pelas primeiras em todo período analisado.

Mesmo que a reversão vista no período recente também tenha sido influenciada pela deterioração das condições econômicas do Brasil em decorrência à crise que dá seus primeiros sinais em 2014, essa redução também se deve a fatores regulatórios. A Resolução nº 4.527/2016 do Conselho Monetário Nacional (CMN) também afeta – de forma considerável – a relevância das operações compromissadas nas captações dos bancos privados, o que indica que essa brecha na regulação era utilizada em larga escala por instituições privadas, sendo responsável pela alta relevância das relações compromissadas nos balanços dos bancos privados até a implementação das restrições impostas pelo CMN.

A queda da importância das operações compromissadas como uma fonte de captação para os bancos privados nos anos recentes não invalida o aumento de relevância no seu uso conforme a financeirização avança. Elas permanecem representando a segunda fonte de captação mais importante tanto nas instituições públicas quanto nas privadas, atrás apenas dos depósitos. A força das operações compromissadas como fonte de captação permanece visível, mesmo tendo sido afetadas pela crise econômico-política brasileira de 2014 e a fuga de capitais que a sucede, em conjunção com as alterações regulatórias discutidas anteriormente.

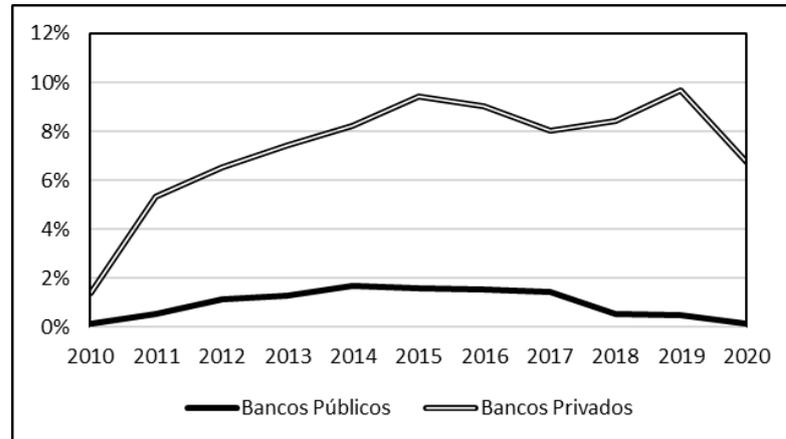
Outras fontes de captação altamente envolvidas com o processo de financeirização também têm se tornado mais relevantes como fonte de captação, modificando a estrutura do passivo dos bancos comerciais públicos e privados no Brasil. O surgimento de novos títulos e instrumentos de captação – ou aumento de relevância de títulos já existentes – servem a um duplo propósito: podem tanto utilizados como fontes de captação por si só quanto como colateral para operações compromissadas. Entre essas novas fontes de captação, destacam-se as Letras Financeiras (LF), introduzidas em dezembro de 2009 através da Medida Provisória nº 472, e regulamentada pela Resolução nº 3836 do CMN. As LF são um título de crédito que pode ser emitido pelos bancos, se assemelhando a debêntures, que se diferencia de outras fontes de captação por terem prazos maiores, não podendo ser resgatado pela instituição emissora de forma antecipada. Elas possuem um diferencial em relação a outras formas importantes de captação – como os depósitos a prazo – devido à sua isenção do recolhimento dos compulsórios. Essas características fazem com que seja possível ver na maioria dos grandes bancos uma espécie de efeito substituição em relação

aos depósitos a prazo, que estão sujeitos ao recolhimento de compulsórios (OLIVEIRA, 2017).

Quando a sua emissão foi regulamentada, esperava-se que esses títulos exibissem características diferentes dos Certificados de Depósito Bancário (CDB), que são os títulos tradicionalmente mais emitidos pelas instituições financeiras, nas questões que envolvem a sua indexação e seus prazos. Quanto à indexação, esperava-se que as LF fossem, na melhor das hipóteses, pré-fixadas ou, caso fossem pós-fixadas, não fossem indexados aos Certificados de Depósito Interbancário (CDI), que é o caso dos CDB. Porém, as LF são, quase que de forma unânime, indexadas aos CDI ou à inflação. O estabelecimento prazos longos para as LF, cuja *raison d'être* era o estímulo à captação de longo prazo, de modo que contrariasse a lógica “curto-prazista” de outras fontes populares de captação, como os CDB, não deu o resultado esperado: mesmo com tempo mínimo para o regate de 24 meses, os prazos das LF costumam refletir o viés de curto prazo que caracteriza o processo de financeirização da economia brasileira, estando, de modo geral, entre 24 – o mínimo – e 36 meses. Mesmo apresentando desvantagens em relação às operações compromissadas como fonte de captação de recursos, principalmente devido aos seus prazos mais longos, as LF se tornam relevantes para os bancos comerciais privados. Isso se deve em parte à proibição da utilização de títulos emitidos por instituições membras de um mesmo conglomerado financeiro como colateral (WOLF; DE OLIVEIRA; PALLUDETTO, 2017), e parte à queda no volume de operações compromissadas realizadas pelo BCB para esterilizar reservas internacionais.

As Letras Financeiras não se tornaram fontes de captação tão importantes nos bancos públicos quanto nos bancos privados (FIGURA 7). Entre os anos de 2010 e 2020, esses títulos nunca corresponderam a mais de 1,67% das captações das instituições públicas. Mesmo atingindo – leve – relevância entre os bancos públicos entre a sua criação e o ano de 2017, a queda na sua participação nas captações que se vê a partir de 2018 mostra que não são uma fonte de captação consistente para as instituições públicas. As LF representavam para as captações em 2020 (0,17%) basicamente o mesmo que representavam em 2010 (0,16%), quando foram criadas. Isso se deve, em parte, à preferência dessas instituições por outros títulos, particularmente pelas Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito Agrícola (LCA), títulos de mais fácil emissão pela Caixa Econômica Federal e pelo Banco do Brasil devido à sua proeminente concessão de crédito para esses segmentos, respectivamente.

Figura 7 – Letras Financeiras em relação ao total das captações(p.p.)



Fonte: Elaboração própria (2021) com base em BCB (2021)

A situação contrária é vista nos bancos privados, nos quais as LF correspondem a uma porção substancial das captações. As instituições privadas rapidamente adotaram as Letras Financeiras como uma fonte de captação: em 2010, ano em que foram criadas, esses títulos correspondiam a 1,4% das captações dos bancos privados, e um ano depois já correspondiam a 5,33% destas. Esse aumento chega a impactar a categoria de “emissão de aceites e títulos” no balanço dos grandes bancos comerciais privados brasileiros, categoria que, até a criação desses títulos, não tinha grande relevância nas folhas de balanço dessas instituições antes da implementação das LF (OLIVEIRA, 2017).

A evolução das LF como forma de captação entre os bancos privados tem uma trajetória semelhante à vista nos bancos públicos, apesar de ter uma participação maior em todo o período analisado aqui. Pode ser identificado um período de crescimento entre a sua criação e o ano de 2015, quando chega a representar 9,42% das captações, seguido por um período de queda que corresponde ao período de fuga de capitais que ocorre conforme se agrava a crise econômico-política brasileira de 2014-16, com uma queda que atinge 1,4 pontos percentuais em 2017. Apesar de uma breve recuperação entre 2018 e 2019 – quando atinge o seu máximo histórico (9,63%), a crise associada à pandemia da Covid-19 acarretou uma desaceleração da economia nacional, que também afetou o mercado financeiro, levando a uma redução na participação de títulos nas captações dos bancos. Uma das formas na qual essa recessão se expressa nas captações dos bancos privados é através da diminuição da participação das LF nas suas captações, que atinge 6,75% em 2020, o menor nível desde 2012. Cabe ressaltar também que a

partir de 2018, com a resolução nº 4.705/18 do CMN, foi permitido que as LF passassem a ser utilizadas como colateral para operações compromissadas, o que foi especialmente útil para as instituições privadas.

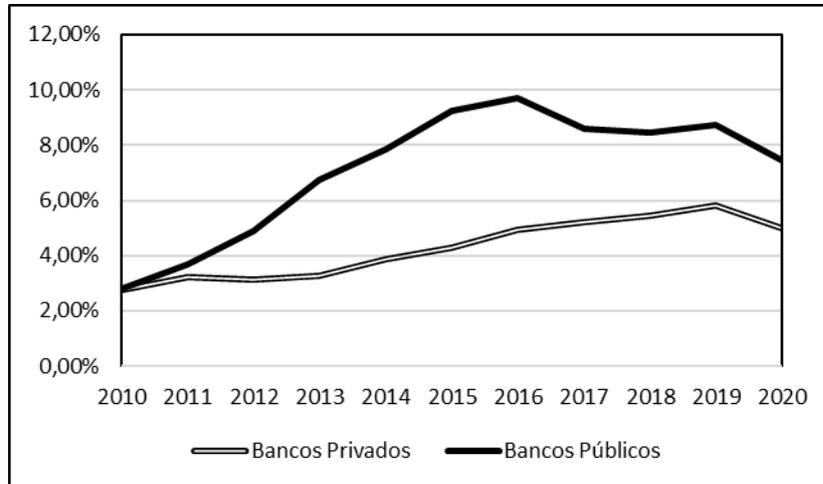
Além das LF, outros tipos de títulos também constituem fontes de captação importantes para os grandes bancos comerciais brasileiros. Notoriamente, os títulos de cessão de crédito, representados nas folhas de balanço dessas instituições pelas LCI e pelas LCA, criados em 2004 através da Lei nº10.391, de agosto de 2004 como uma forma de fomentar a criação de crédito imobiliário e agrícola. As LCI e LCA são lastreadas, respectivamente, nos recebíveis das operações de crédito imobiliário e agrícola, e cujo principal risco se associa à inadimplência do crédito ao qual estão lastreados. Eles são profundamente conectados ao processo de titularização de recebíveis. O surgimento desses títulos pode ser interpretado à luz da CMF, como uma faceta da forma com a qual a financeirização cria novas formas de monetização do crédito, com a criação e concessão do crédito se apresentando tanto como dependente quanto como condicionante do mercado financeiro e suas tendências (GABOR, 2020). Essas letras são emitidas pelos próprios bancos que criam o crédito, que vendem os títulos associados a ela, mas permanecem com o crédito aos quais estão lastreados, o que leva o risco a ser “compartilhado” entre a instituição emissora e os compradores (WOLF; DE OLIVEIRA; PALLUDETTO, 2017). Cabe ressaltar que as LCI e LCA também são passíveis de negociação no mercado secundário.

A participação das LCI e LCA aumentou ao longo do período discutido aqui, tanto nos bancos públicos quanto nos bancos privados. Em 2010, os títulos de cessão de crédito representavam cerca de 3% das captações para os dois tipos de instituição, porém, ao longo dos anos, as trajetórias divergem (Figura 8). Entre os bancos públicos, as LCI e LCA tem um crescimento expressivo até 2016, quando chegam a representar 9,71% das captações: um aumento de 6,92% em relação a 2010. A grande relevância desses títulos no período entre os bancos públicos, nomeadamente, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, se deve em grande parte ao protagonismo desses bancos na concessão de crédito imobiliário e agrícola, respectivamente, além do momento de expansão do crédito vivido entre a Crise Financeira Global e a piora das condições fiscal do país.

A partir de 2016, com o aprofundamento da crise político-econômica brasileira e a subsequente contração das concessões de crédito, há uma queda na participação dos títulos de cessão do crédito nas captações dos bancos públicos, que se estabiliza – entre 2017 e 2019 – na faixa de 8,5%. Em 2020 com o aprofundamento da contração do crédito e piora da economia nacional

causados pela pandemia da Covid-19, a representação das LCI e LCA nas captações passam por uma nova queda, atingindo 7,45%.

Figura 8 – Títulos de cessão de crédito em relação ao total das captações (p.p.)



Fonte: Elaboração própria (2021) com base em BCB (2021)

O envolvimento dos bancos públicos com as LCI e LCA unem o seu papel histórico de principais provedores de crédito habitacional e agrícola, segmentos pouco lucrativos (não vantajosos para os bancos privados) com a tendência global de titularização e monetização do crédito (GABOR; VESTGAARD, 2016). Com a restrição do crédito que acompanha a crise econômico-política brasileira, atingindo com mais força os bancos públicos, os títulos de cessão de crédito perdem relevância como fonte de captação para essas instituições. Cabe ressaltar que nesse mesmo período, o volume de operações compromissadas cresce nos bancos públicos, o que pode sinalizar uma troca de seu papel de financiadores de crédito pouco lucrativo para fontes de financiamento mais envolvidas com o mercado financeiro.

Entre os bancos privados, a utilização dos títulos de cessão de crédito como fonte de captação também apresenta crescimento, embora mais tímido que o visto nas instituições públicas. Em 2010, as LCI e LCA correspondiam a 2,77% das captações dos bancos privados, e apesar de haver um visível crescimento, essa correspondência não chega a ultrapassar 3,67% entre 2011 e 2013. A partir desse ponto, há uma tendência clara de aumento da relevância desses títulos, que passam de representar 3,25% das captações em 2013 para representar 5,82% em 2019, mostrando que a contração do crédito vista nos anos da crise econômico-política brasileira afetou a participação das LCI e LCA nas captações de forma mais severa nas instituições públicas que nas privadas, principalmente quando se leva em conta que as primeiras são as

principais sustentadoras desse tipo de crédito. Com a recessão causada pela pandemia em 2020, a queda vista nos títulos de cessão de crédito nos bancos privados (0,85%) foi mais branda que a vista nos públicos (1,29%).

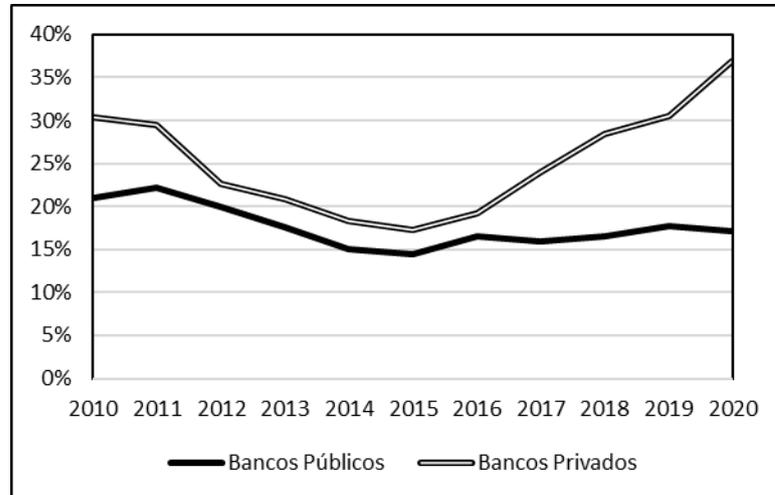
Apesar de uma carteira de crédito menos focada no crédito imobiliário e agrícola do que a que se vê nos bancos públicos, as LCA e LCI nos bancos privados também apresentam certo crescimento. Esse crescimento é influenciado pelas vantagens que esses títulos apresentam para as instituições: são isentos do recolhimento de depósitos compulsórios, indexados ao CDI, contam com garantia do FGC, e serem de fácil negociação como lastro de operações compromissadas (WOLF; DE OLIVEIRA; PALLUDETO, 2017). O aumento da importância dos títulos de cessão de crédito como fonte de captação para os bancos privados se relaciona com a retração dos bancos públicos nos anos de desaceleração do crescimento da economia brasileira após 2014. Com a retração na concessão de crédito dos bancos públicos, que são os maiores provedores de crédito dos segmentos agrícola e imobiliário, se vê uma maior participação dos bancos privados nesses dois segmentos. Logo, as LCA e LCI passam a ter maior relevância nos balanços dessas instituições.

Mesmo que os depósitos tenham se mantido uma fonte de captação relevante para os bancos comerciais brasileiros no contexto da financeirização da economia nacional, entre eles os depósitos a prazo são a categoria responsável pela maior parte das captações. Depósitos a prazo são compostos principalmente pelos CDB, mas também pelos Recibos de Depósito. Logo, apesar de serem incorporados à rubrica de depósitos, em conjunto com os depósitos à vista e aos depósitos de poupança, eles estão profundamente relacionados ao mercado financeiro e à tendência de titularização, sendo também indexados ao CDI e constituindo, dentre as fontes tradicionais de captação dos bancos brasileiros, a mais envolvida com os mercados, sendo também negociados no mercado secundário (WOLF; DE OLIVEIRA; PALLUDETO, 2017).

Entre os bancos públicos, os depósitos a prazo, que apresentam uma trajetória de aumento como fonte de captação entre 2010 (20,96%) e 2011 (22,12%) (Figura 9), passam a ter uma redução na sua importância a partir desse ponto até atingir, em 2015, o mínimo visto no período analisado aqui (14,50%). Essa redução provavelmente se dá devido ao aumento de importância de outras fontes de captação, no caso dos bancos públicos, essas fontes seriam principalmente as compromissadas e os títulos de cessão de crédito. A partir de 2015, há um aumento na participação dos depósitos a prazo como fonte de captação, que passa para 16,53% em 2016, se estabilizando em níveis em torno de 17% e permanecendo no entorno desse nível até 2020,

quando corresponde a 17,17% das captações dos bancos públicos. Assim, eles passam a ser, a partir de 2014, fontes de captação consistentemente menos relevantes que as operações compromissadas como fontes de captação para estas instituições.

Figura 9 – Depósitos a prazo em relação ao total das captações (p.p.)



Fonte: Elaboração própria (2021) com base em BCB (2021)

No caso dos bancos privados, os depósitos a prazo representavam, em 2010, 30,38% das captações. A partir de 2011 (29,42%), há uma queda pronunciada nos depósitos a prazo como fontes de captação para essas instituições, que dura até 2015 quando atinge 17,30%, uma queda de aproximadamente 12%. A queda nos depósitos a prazo provavelmente se deve à popularidade das compromissadas e das LF no período, que constituíam fontes mais vantajosas – e mais líquidas – para os bancos privados.

Entre 2015 e 2020 se vê um aumento de 19,65 pontos percentuais nas captações resultantes de depósitos a prazo entre os bancos privados. O aumento, que passa a ser mais substancial a partir de 2016, se deve a um efeito substituição com as operações compromissadas: as mudanças regulatórias nas operações compromissadas adotadas como um esforço do BCB para fortalecer a utilização de instrumentos tradicionais de captação, proibindo operações compromissadas lastreadas em títulos emitidos por instituições de um mesmo conglomerado. Essa medida, que cortou uma importante fonte de captação de recursos para os bancos privados, gerou uma redução na importância das operações compromissadas e um subsequente aumento nos depósitos a prazo como uma fonte de captação para essas instituições. Esse aumento nas fontes de captação tradicionais também reflete uma atitude cautelosa quanto à economia nacional, além de refletir o fato do maior banco privado atuante no país, o Itaú, costumar depender

bastante dos depósitos como fonte de captação (OLIVEIRA, 2017).

Através da análise das captações dos bancos comerciais brasileiros ao longo da década que sucede a Crise Financeira Global, se vê que essas instituições têm se voltado cada vez mais para as fontes de captação que envolvem o mercado financeiro: no caso dos bancos públicos, as operações compromissadas, que ganham cada vez mais relevância ao longo dessa década; e no caso dos bancos privados, apesar de uma importância relativamente menor das operações compromissadas, elas correspondem, assim como nos bancos públicos, à segunda fonte de captação mais importante, atrás apenas dos depósitos a prazo.

A relevância dos títulos financeiros, como as LCI e LCA (no caso dos bancos públicos), LF (no caso dos bancos privados) e LFT tem algumas implicações. Primeiro, esses títulos figuram como formas de captação dos bancos por serem utilizados como colateral para operações compromissadas, que constituem uma fonte de financiamento extremamente relevante para o sistema bancário brasileiro, em conformidade com a tendência vista globalmente. Segundo, mesmo que a financeirização da economia tenha afetado significativamente o papel de fornecedores de crédito direcionado a segmentos pouco lucrativos dos bancos públicos, ainda se veem resquícios do seu protagonismo nesses segmentos refletidos na relevância dos títulos de cessão de crédito nos seus balanços. Terceiro, a volatilidade dos fluxos de capital afeta fortemente o caráter da financeirização das formas de captação dos bancos comerciais brasileiros. Nas épocas marcadas por entrada de capital estrangeiro no país, o BCB aumenta o volume de operações compromissadas para enxugar o excesso de liquidez gerado pela entrada de divisas. Nesses momentos, se vê um aumento na relevância das operações compromissadas como fonte de captação de recurso para os bancos comerciais. Contrariamente, nos momentos em que capital estrangeiro sai do país, o BCB reduz o volume de operações compromissadas. Com isso, os bancos comerciais voltam-se para os títulos financeiros e depósitos a prazo como fontes de captação.

A importância dos títulos financeiros e depósitos a prazo não denota uma persistência do modelo de financiamento *bank-based* no país, mas sim que mesmo num contexto financeirizado, o caráter subordinado da inserção do Brasil na hierarquia financeira internacional subjugava a economia nacional à volatilidade e incerteza dos fluxos de capital internacional. Sendo assim, mesmo que o sistema bancário brasileiro apresente um modelo *market-based*, os bancos comerciais tendem a recorrer às transações de títulos entre instituições financeiras e aos depósitos a prazo para o seu financiamento. Isso demonstra que mesmo com

as particularidades do processo de financeirização no país, os bancos comerciais brasileiros têm se voltado cada vez mais a fontes de captação envolvidas com o mercado financeiro, convergindo com o processo de financeirização do sistema bancário visto internacionalmente.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de financeirização, que compreende o alcance cada vez maior das finanças nas outras esferas da economia, afeta de forma profunda o sistema bancário, constituindo uma mudança no regime de acumulação da economia. A distinção entre as atividades de bancos comerciais e bancos de investimentos se torna cada vez mais tênue (LAPAVITSAS; DOS SANTOS, 2008), com os primeiros se voltando cada vez mais a atividades consideradas próprias dos segundos, se envolvendo de uma forma profunda e intrincada com o mercado financeiro, que passa a ser o motor que gira as engrenagens do sistema bancário. Além das condições impostas pela financeirização da economia mundial, da qual as instituições financeiras se aproveitam, o Brasil tem, ainda, características peculiares que partem igualmente do molde formado pela peculiaridade da consolidação do sistema bancário nacional e da subordinação que acompanha a inserção do país na hierarquia financeira internacional.

Devido à sua condição como país periférico, a inserção da economia brasileira no mercado financeiro mundial é largamente dependente dos fluxos de capital internacional. Primeiro, tendo o dólar um papel de moeda mundial (POWELL, 2019), as economias periféricas se veem em uma posição na qual a única opção para alcançar um certo nível de relevância nessa hierarquia é se dobrando ao seu poder, o que se reflete no elevado grau de dependência entre a economia brasileira e os fluxos de capital estrangeiro, que geralmente são de curto prazo, se aproveitando dos bons tempos. O outro lado dessa bonança proporcionada pelos fluxos de capital nos bons tempos é uma elevada vulnerabilidade externa, o que se reflete particularmente na forma com a qual as fugas de capitais ocorridas nos maus tempos, como no período da crise político-econômica em meados da segunda década do século XXI e, a partir de 2020, na recessão gerada pela pandemia da Covid-19, afetam a economia brasileira.

A maneira com a qual o sistema bancário brasileiro se insere no sistema financeiro global se deve em grande parte à forma com a qual ocorre o processo de liberalização financeira no final da década de 1990. Enquanto a experiência generalizada da periferia do capitalismo mundial aponta para uma entrada e fortalecimento de bancos estrangeiros nessas economias (GABOR, 2010, p.62), a experiência brasileira aponta para uma concentração do sistema bancário nacional, na qual os bancos estrangeiros assumem uma postura de coadjuvantes. O setor se consolida, grosso modo, às voltas de dois bancos públicos: o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal e três bancos privados: o Itaú, o Bradesco, e o Santander. Apesar dessa divergência, características identificadoras do processo de financeirização periférica se

mostram presentes no sistema bancário nacional, como a adoção dos critérios de supervisão de Basileia II (2004) e III (2010), modelos de *value-at-risk* (LAPAVITSAS, 2013), uma lógica “curto-prazista”, titularização da dívida pública, acumulação de reservas internacionais, e utilização *en masse* das operações compromissadas como instrumento de política econômica (KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2017). Fatores profundamente ligados com o caráter subordinado do processo de financeirização brasileiro.

Para o setor bancário, de forma específica, a financeirização representa uma alteração nas formas de captação tanto no centro quanto na periferia. A pressão estrutural que reorganiza os regimes macroeconômicos e os leva a servirem aos interesses do mercado (DUTTA, 2020). Com isso, a tendência internacional é de que os bancos comerciais se voltem cada vez mais para o mercado financeiro, priorizando fontes de captação mais financeirizadas, como empréstimos temporários e colateralizados, se afastando dos depósitos, que tradicionalmente correspondiam à forma primária de captação dessas instituições.

As mudanças nas práticas de produção da liquidez impulsionadas por um sistema financeiro cada vez mais voltado aos mercados, fazem com que os ativos e passivos dos bancos se encontrem cada vez menos distintos em um contexto no qual a economia global pode ser interpretada como uma série de folhas de balanço interconectadas (GABOR; VESTGAARD, 2016). Bancos encontram novas formas de monetizar o crédito, desconsiderando as limitações impostas pelo estado, criando passivos que acomodem as necessidades estruturais das diversas instituições que compõe o sistema financeiro global, contando com o apoio de um estado minimizador de riscos (GABOR, 2020).

O reflexo do movimento de colateralização dos passivos dos bancos comerciais e da condição subordinada na qual o país se encontra pode ser visto na forma com a qual as principais formas de captação dessas instituições evoluem no Brasil ao longo do período entre 2010 e 2020. Entre os bancos públicos, o processo de financeirização se reflete num aumento de relevância das operações compromissadas e dos títulos de cessão de crédito que as lastreiam como fontes de captação. No caso das operações compromissadas – um ponto de convergência com a trajetória internacional –, há um aumento distinto na sua participação nas captações dos bancos públicos entre 2010 e 2020, podendo significar uma conformidade à tendência global dos sistemas financeiros financeirizados estarem, gradualmente, priorizando fontes de captação mais envolvidas com as finanças sobre as fontes tradicionais, com as operações compromissadas sendo o principal símbolo dessa tendência à dependência de fontes de captação colateralizadas

(SISSOKO, 2019, 2020; GABOR, 2012, 2020).

No caso dos títulos de cessão de crédito – os LCI e LCA – se vê a união de dois fatores. O primeiro é o papel histórico dos bancos públicos como sustentadores do crédito para segmentos com pouca lucratividade, que é o caso do segmento habitacional e do agrícola. O segundo é a tendência global de titularização e monetização do crédito (GABOR; VESTGAARD, 2016). Esses dois fatores contribuem para o aumento da relevância das LCA e LCI como fontes de captação para os bancos públicos. Porém se vê uma redução da importância desses títulos a partir da crise político-econômica brasileira e a subsequente restrição do crédito, que atinge de forma particularmente severa essas instituições. Porém nesse mesmo período – entre 2015 e 2016 – as operações compromissadas continuam a crescer, o que denota que talvez a perda gradual do papel dos bancos públicos como financiadores de longo prazo e de segmentos de crédito menos lucrativo represente uma guinada para fontes de financiamento mais voltadas ao mercado, abandonando seu papel tradicional conforme o processo de financeirização se aprofunda no Brasil.

A trajetória das formas de captação dos bancos privados diverge dos seus pares públicos no que se refere à evolução das suas formas de captação entre 2010 e 2020. No caso das operações compromissadas, a tendência observada é de certa forma, inversa à dos bancos públicos: esse tipo de operação tinha uma ampla – e estável – importância como forma de captação para os bancos privados desde o início do período analisado aqui. Porém, mudanças regulatórias do final de 2016, que proíbem a realização de operações compromissadas cujo colateral é composto por ativos de instituições ligadas ou do mesmo conglomerado fazem com que haja uma redução significativa tanto no volume de operações compromissadas realizadas com títulos privados, quanto na importância das compromissadas como uma fonte de captação para as instituições privadas. Além de indicar que a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos emitidos por instituições pertencentes ao mesmo conglomerado era uma prática comum entre os bancos privados no Brasil, isso também representa uma busca dessas instituições por outras fontes de captação com rendimentos semelhantes.

A relevância de fontes de captação de recursos que não as operações compromissadas são consequência da dependência da economia brasileira da dinâmica dos fluxos de capital: com a saída de capital estrangeiro do país a partir de 2014 o BCB realiza menos operações compromissadas, pois não há necessidade de esterilizar reservas internacionais. Com o menor volume de operações compromissadas, os bancos comerciais procuram outras fontes de

captação de recursos. No caso dos bancos comerciais privados, as fontes mais relevantes são as LF e os depósitos a prazo. As LF, cuja criação focada no estímulo ao investimento a longo prazo não foi suficiente para fazê-las escapar da lógica de curto prazo do processo de financeirização brasileiro, se tornam uma fonte de captação importante para os bancos privados ao longo da década analisada aqui, correspondendo a uma parcela não negligenciável. Porém, esses títulos possuem uma restrição quanto o seu prazo, só podendo ser resgatados após 24 meses, o que leva as instituições bancárias privadas a priorizarem fontes de captação que possibilitem uma liquidez mais imediata como os CDB, refletindo a urgência descrita por Gabor (2020). Uma fonte de captação que possibilita o resgate dos títulos em prazos mais curtos são os depósitos a prazo. Apesar de ser uma fonte de captação tradicional, os depósitos a prazo se diferenciam dos outros depósitos por serem indexados a títulos – no caso os CDB – e proporcionarem rendimento maiores em prazos menores. Mesmo tendendo a preferir instrumentos de captação envolvidos nas finanças, em momentos de crise, como o vivido pelo Brasil a partir do fim de 2014, os bancos privados tendem a preferir a segurança dos depósitos a prazo, o que é uma face importante da subjugação da economia brasileira aos fluxos de capital internacional, que tornam as operações compromissadas com o banco central uma fonte de financiamento comparativamente instável.

Como instituições inseridas no encadeamento de folhas de balanço que constitui o sistema financeiro global (GABOR, 2020), sujeitos a uma restrição temporal de liquidez cada vez mais presente (KONINGS, 2018), os bancos comerciais brasileiros apresentam particularidades relacionadas à característica subordinada da sua inserção nesse sistema. O sistema bancário brasileiro assume uma conduta cada vez mais condizente com a tendência global de um sistema bancário cada vez mais *market-based*, assumindo cada vez mais atividades e conduta mais condizentes com as de bancos de investimento (LPAVITSAS, 2009). Eles tendem a priorizar instrumentos de captação colateralizados, que refletem o alto grau de interconexão entre ativos e passivos e entre bancos comerciais e o mercado financeiro (SISSOKO, 2020). Mesmo assim, os bancos comerciais brasileiros são afetados pela volatilidade e pela dependência dos fluxos de capitais estrangeiros que rege o rumo das economias periféricas. Isso se reflete na tendência “curto-prazista” da lógica de captação dos bancos comerciais brasileiros, que no período após a crise financeira global gozam de um fluxo de capitais para países emergentes, cuja natureza especulativa leva a mais volatilidade.

Assim, se vê, entre os bancos comerciais brasileiros uma clara preferência por fontes de captação consideradas financeirizadas, como as operações compromissadas, depósitos a prazo

e títulos financeiros. Ao mesmo tempo que esse comportamento demonstra a integração do Sistema Financeiro Nacional à tendência global de colateralização dos passivos bancários e à urgência da liquidez, ele evidencia a fragilidade que caracteriza o processo de financeirização periférica que se aprofunda no país desde a última década do século XX.

REFERÊNCIAS

AALBERS, M.B. Financialization. *In*: RICHARDSON, D. ; CASTREE, N. ; GOODCHILD, M.F. ; KOBAYASHI, A.L. ;MARSTON, R. **The international encyclopedia of geography: people, the earth, environment, and technology**. Oxford: Wiley, 2019.

ACHARYA, Viral; ONCU, S. The repurchase agreement (repo) market. *In*: ACHARYA, Viral V.; COOLEY, Thomas F.; RICHARDSON, Matthew; WALTER, Ingo. **Regulating wall street: the dodd-Frank act and the new architecture of global finance**. Nova Iorque: New York University Stern School of Business, 2011. p. 319-350.

ARAUJO, Victor Leonardo de; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira**. Brasília: IPEA, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Glossário**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/glossario>. Acesso em: 19 out. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº 3.746/2015, de 27 de janeiro de 2015. Dispõe sobre as instituições credenciadas a operar como dealers com o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab). **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, v. 153, 28 jan. 2015, p. 32.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública**. Brasília, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas e eventos correlatos**. Brasília, 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil- Aspectos históricos e operacionais**. Brasília, 2002.

BRASIL. Lei Nº 5914/1997, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, v. 134, p. 271-282, 21 nov. 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 4.075/2018, de 19 de dezembro de 2018. Altera o Regulamento anexo à Resolução nº 3.339, de 26 de janeiro de 2006, que disciplina as operações compromissadas envolvendo títulos de renda fixa. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, v. 156, 21 dez. 2018, p. 783.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.339/06, de 26 de janeiro de 2006. Altera e consolida as normas que disciplinam as operações compromissadas envolvendo títulos de renda fixa. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, v. 144, 30 jan. 2006, p. 17-18.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.836/2010, de 25 de fevereiro de 2010. Dispõe sobre a emissão de Letra Financeira por parte das

instituições financeiras que especifica. **Diário Oficial da União**: Seção 1, v. 148, Brasília, DF, 26 fev.2010, p. 19-20.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução Nº 4527/2016, de 29 de setembro de 2016. Altera o Regulamento anexo à Resolução nº 3.339, de 26 de janeiro de 2006, que disciplina as operações compromissadas envolvendo títulos de renda fixa. **Diário Oficial da União**: Seção 1, v. 153, Brasília, DF, 27 set. 2016, p. 19.

BECKER, Joachim *et al.* Peripheral financialization and vulnerability to crisis: a regulationist perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 2010.

BONIZZI, Bruno. Subordinate financialization in emerging capitalist economies. *In*: BONIZZI, Bruno; KALTENBRUNNER, Annina; POWELL, Jeff. **The routledge international handbook of financialization**. Abingdon: Routledge, 2020. p. 177-187.

BONIZZI, Bruno. Financialization in developing and emerging countries: a survey. **International Journal of Political Economy**, v. 42, n. 4, p. 83-107, 2013.

BORTZ, Pablo G.; KALTENBRUNNER, Annina. The international dimension of financialization in developing and emerging economies. **Development and Change**, v. 49, n. 2, p. 375-393, 2018.

BOY, Nina; GABOR, Daniela. Collateral times. **Economy and Society**, v. 48, n. 3, p. 295-314, 2019.

BRASIL. Lei nº 12.249/2010, de 11 de junho de 2010. Institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Infraestrutura da Indústria Petrolífera nas Regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste - REPENEC; cria o Programa Um Computador por Aluno - PROUCA e institui o Regime Especial de Aquisição de Computadores para Uso Educacional - RECOMPE; prorroga benefícios fiscais; constitui fonte de recursos adicional aos agentes financeiros do Fundo da Marinha Mercante - FMM para financiamentos de projetos aprovados pelo Conselho Diretor do Fundo da Marinha Mercante - CDFMM; institui o Regime Especial para a Indústria Aeronáutica Brasileira - RETAERO; dispõe sobre a Letra Financeira e o Certificado de Operações Estruturadas; ajusta o Programa Minha Casa Minha Vida - PMCMV; altera as Leis nos 8.248, de 23 de outubro de 1991, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 10.865, de 30 de abril de 2004, 11.484, de 31 de maio de 2007, 11.488, de 15 de junho de 2007, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 11.948, de 16 de junho de 2009, 11.977, de 7 de julho de 2009, 11.326, de 24 de julho de 2006, 11.941, de 27 de maio de 2009, 5.615, de 13 de outubro de 1970, 9.126, de 10 de novembro de 1995, 11.110, de 25 de abril de 2005, 7.940, de 20 de dezembro de 1989, 9.469, de 10 de julho de 1997, 12.029, de 15 de setembro de 2009, 12.189, de 12 de janeiro de 2010, 11.442, de 5 de janeiro de 2007, 11.775, de 17 de setembro de 2008, os Decretos-Leis nos 9.295, de 27 de maio de 1946, 1.040, de 21 de outubro de 1969, e a Medida Provisória no 2.158-35, de 24 de agosto de 2001; revoga as Leis nos 7.944, de 20 de dezembro de 1989, 10.829, de 23 de dezembro de 2003, o Decreto-Lei no 423, de 21 de janeiro de 1969; revoga dispositivos das Leis nos 8.003, de 14 de março de 1990, 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 5.025, de 10 de junho de 1966, 6.704, de 26 de outubro de 1979, 9.503, de 23 de setembro de 1997; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Seção 1, v. 148, Brasília, DF, 14 jun. 2010, p.1-15.

BRASIL. Lei Nº 10931/2004, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, v. 141, 3 ago. 2004, p. 17.

CARVALHO, E.C. Bancos e inflação no Brasil: da crise dos anos 1980 ao Plano Real. *In*: CONGRESSO BRASILEIRO DE HISTÓRIA ECONÔMICA, 5. 2003, Caxambu. **Anais Eletrônicos[...]**. Belo Horizonte: Associação Brasileira de Pesquisadores em História Econômica, 2003. Disponível em: http://www.abphe.org.br/arquivos/2003_carlos_eduardo_carvalho_bancos-e-inflacao-no-brasil_da-crise-dos-anos-1980-ao-plano-real.pdf. Acesso em: 20 set. 2021.

CARVALHO, F.C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, p. 323-336, 2005.

CHRISTOPHERS, Brett. The limits to financialization. **Dialogues in Human Geography**, v. 5, n. 2, p. 183-200, 2015.

CHRISTOPHERS, Brett. The state and financialization of public land in the United Kingdom. **Antipode**, v. 49, n. 1, p. 62-85, 2017.

EPSTEIN, Gerald A. **Financialization and the world economy**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005.

EPSTEIN, Gerald A. **Financialization: there's something happening here**. Abingdon: Routledge, 2015.

ERTURK, Ismail; SOLARI, Stefano. Banks as continuous reinvention. **New Political Economy**, v. 12, n. 3, p. 369-388, 2007.

FEDERAL RESERVE. Presidente (2006-2014: Ben Bernanke). **Stabilizing the financial markets and the economy**. Nova Iorque, 15 out. 2008.

FERABOLLI, C.; MORAIS, A. C. Modelagem estatística com foco na motivação dos bancos que securitizaram no Brasil entre os anos de 2005 e 2012. **RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 15, n. 2, p. 579-600, 2016.

GABOR, Daniela. (De) financialization and crisis in Eastern Europe. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 248-270, 2010.

GABOR, Daniela. **Central banking and financialization: a Romanian account of how Eastern Europe became subprime**. Berlin: Springer, 2010.

GABOR, Daniela. Critical macro-finance: a theoretical lens. **Finance and Society**, v. 6, n. 1, p. 45-55, 2020.

GABOR, Daniela. The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets. **Review of International Political Economy**, v. 23, n. 6, p. 967-1000, 2016.

GABOR, Daniela; BAN, Cornel. Banking on bonds: the new links between states and markets. **JCMS: Journal of Common Market Studies**, v. 54, n. 3, p. 617-635, 2016.

GABOR, Daniela; BRISTOL, U. W. E. **The political economy of repo markets**. 2014. Mimeo.

HARDIE, Iain *et al.* Banks and the false dichotomy in the comparative political economy of finance. **World Pol.**, v. 65, p. 691, 2013.

ITOH, Makoto. The historical significance and the social costs of the subprime crisis: drawing on the Japanese experience. **World Review of Political Economy**, v. 1, n. 2, p. 250, 2010.

ITOH, Makoto; LAPAVITSAS, Costas. **Political economy of money and finance**. Berlin: Springer, 1998.

KALTENBRUNNER, Annina; KARACIMEN, Elif. The contested nature of financialization in emerging capitalist economies. *In*: SUBASAT, T.(ed.). **The great financial meltdown: Systemic, conjunctural or policy created?**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2016. p. 287-304.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. **New Political Economy**, v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. The impossible trinity: inflation targeting, exchange rate management and open capital accounts in emerging economies. **Development and Change**, v. 48, n. 3, p. 452-480, 2017.

KARWOWSKI, Ewa; STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 60-86, 2017.

KONINGS, Martijn. **Capital and time: for a new critique of neoliberal reason**. Palo Alto: Stanford University Press, 2018.

KRIPPNER, Greta R. The financialization of the American economy. **Socio-Economic Review**, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

KRISHNAMURTHY, Arvind; NAGEL, Stefan; ORLOV, Dmitry. Sizing up repo. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 6, p. 2381-2417, 2014.

LAPAVITSAS, Costas *et al.* Financialisation and capitalist accumulation: structural accounts of the crisis of 2007-9. **Research on Money and Finance**, v. 16, p. 1-34, 2010.

LAPAVITSAS, Costas. Financialised capitalism: crisis and financial expropriation. **Historical Materialism**, v. 17, n. 2, p. 114-148, 2009.

LAPAVITSAS, Costas. **Profiting without producing: how finance exploits us all**. Nova

Iorque: Verso Books, 2013.

LAPAVITSAS, Costas; SANTOS, Paulo L. Globalization and contemporary banking: on the impact of new technology. **Contributions to Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 31-56, 2008.

LAPAVITSAS, Costas; POWELL, Jeff. Financialisation varied: a comparative analysis of advanced economies. **Cambridge Journal of Regions, Economy and Society**, v. 6, n. 3, p. 359-379, 2013.

LAVINAS, Lena. How social developmentalism reframed social policy in Brazil. **New Political Economy**, v. 22, n. 6, p. 628-644, 2017.

LAVINAS, Lena; ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel. Brazil: from Eliticized-to Mass-Based Financialization. **Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs**, v. 25, n.1, 2019. Disponível em: <https://journals.openedition.org/regulation/14491>. Acesso em: 20 nov. 2021.

LIMA, Maurício Godoi Amaral *et al.* **O sistema de financiamento imobiliário residencial no Brasil e suas tendências**. 2012. Tese (Doutorado em Economia) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2012.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. Estratégias de balanço dos cinco maiores bancos no Brasil no período recente (I-2007/III-2014). *In*: SANTOS, Cláudio Hamilton Matos dos (org.). **Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2017. v. 1, p. 203-276.

PAIM, Bruno. Política monetária e dívida pública federal no Brasil, de 2004 a 2015. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 43, n. 4, p. 23-40, 2016.

PAINCEIRA, Juan Pablo. Developing countries in the era of financialisation: from deficit accumulation to reserve accumulation. *In*: LAPAVITSAS, C. (ed.). **Financialisation in crisis**. Leiden: Brill, 2009. p. 185-215.

PAINCEIRA, Juan Pablo. The financial crisis of 2007–09 and emerging countries: the political economy analysis of central banks in the Brazilian and Korean economies. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 271-295, 2010.

PAULA, L. F.; MARCONI, N. Uma proposta de extinção da indexação financeira na dívida pública no Brasil. *In*: PRATES, Daniela Magalhães; TERRA, Fábio Henrique Bittes (org.). **Dossiê V da AKB: o Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros**. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira, 2018.

PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luis; BASILIO, Flavio AC. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. **Nova Economia**, v. 23, p. 473-520, 2013.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. **As operações compromissadas do Banco Central**. [S.l: s.n.], 2017. (Estudo especial, n. 3).

PEREIRA, Alvaro Luis Dos Santos. Financialization of housing in Brazil: new frontiers.

International Journal of Urban and Regional Research, v. 41, n. 4, p. 604-622, 2017.

PEREIRA, L. C. B.; PAULA, L. F.; BRUNO, M. Financeirização e política monetária no Brasil. *In*: ALMADA, J.; PAULA, L.F. JABBOUR, E. (org.). **Repensar o Brasil**. Rio de Janeiro: AMFG, 2020. p. 117-148.

RODRIGUES, João; C. SANTOS, Ana; TELES, Nuno. Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal. **Review of International Political Economy**, v. 23, n. 3, p. 480-510, 2016.

ROYER, Luciana de Oliveira. O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências. **Cadernos Metr pole**, v. 18, n. 35, p. 33-52, 2016.

SAWYER, Malcolm *et al.* Financial development, financialisation and economic growth. **Financialization, Economy, Society and Sustainable Development (FESSUD) project**. Londres: London School of Oriental and African Studies, 2014. (Working papers, n. 21).

SISSOKO, Carolyn. Repurchase agreements and the (de) construction of financial markets. **Economy and Society**, v. 48, n. 3, p. 315-341, 2019.

SISSOKO, Carolyn. **The collateral supply effect on Central Bank policy**. Amsterd : Social Science Research, 2020. (Network working papers, n. 3545546).

STOCKHAMMER, Engelbert *et al.* **Financialization and the global economy**. Amherst: Political Economy Research Institute, 2010. p. 40-58. (Working papers, n. 242).

STOCKHAMMER, Engelbert. **Financialization, income distribution and the crisis: financial crisis, labour markets and institutions**. Abingdon: Routledge, 2013. p. 116-138.

TELES, N.; REITERMAJER, C.; BARTOLOMEU, T. **Financialisation and the changing of banking in Brazil**. No prelo.

TOOZE, Adam. **Crashed: how a decade of financial crises changed the world**. [S.l]: Penguin, 2018.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. **Socio-Economic Review**, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

VITOLS, Sigurt *et al.* **The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan, and the United States**. Berlim: WZB Berlin Social Science Center, 2001. p.1-44. (Working papers, n.302).

WOLF, Paulo Jos  Whitaker; DE OLIVEIRA, Giuliano Contento; PALLUDETTO, Alex Wilhans. **O mercado de t tulos de renda fixa no Brasil no per odo recente (2006-2016): evolu o, reformas e desafios**. Porto Alegre: Associa o Keynesiana Brasileira, 2017.