



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO E DOUTORADO EM ECONOMIA

CAROLINA REITERMAJER VIANA

**A INFLUÊNCIA DO *SHADOW BANKING* NA ORGANIZAÇÃO DOS
MERCADOS MONETÁRIOS: FRAGILIZAÇÃO E
INSTABILIDADE EM UM SISTEMA FINANCEIRO
GLOBALMENTE INTEGRADO**

Salvador

2023

CAROLINA REITERMAJER VIANA

**A INFLUÊNCIA DO SHADOW BANKING NA ORGANIZAÇÃO
DOS MERCADOS MONETÁRIOS: FRAGILIZAÇÃO E
INSTABILIDADE EM UM SISTEMA FINANCEIRO
GLOBALMENTE INTEGRADO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Área de concentração: Desenvolvimento Econômico

Orientador: Prof. Dr. Nuno Jorge Teles Rodrigues Sampaio

Salvador

Ficha catalográfica elaborada por Valdinea Veloso Conceição CRB5-1092

V614 Viana, Carolina Reitermajer
A influência do *shadow banking* na organização dos mercados monetários: fragilização e instabilidade em um sistema financeiro globalmente integrado / Carolina Reitermajer Viana. - Salvador: 2023

85f. il. fig. tab.

Dissertação (Programa de Pós Graduação em Economia) - Faculdade de Economia, Universidade Federal da Bahia, 2023.

Orientador: : Prof. Dr. Nuno Jorge Teles Rodrigues Sampaio

1.Sistema financeiro 2. Shadow banking 3. Desenvolvimento econômico. I. Sampaio, Nuno Jorge Teles Rodrigues II. Título III.Universidade Federal da Bahia

CDD 338.9



TERMO DE APROVAÇÃO

CAROLINA REITERMAJER VIANA

A INFLUÊNCIA DO SHADOW BANKING NA ORGANIZAÇÃO DOS MERCADOS MONETÁRIOS: FRAGILIZAÇÃO E INSTABILIDADE EM UM SISTEMA FINANCEIRO GLOBALMENTE INTEGRADO

Dissertação de Mestrado aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia no Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia, pela seguinte banca examinadora:

Documento assinado digitalmente
gov.br NUNO JORGE RODRIGUES TELES SAMPAIO
Data: 14/12/2023 19:15:04-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Nuno Jorge Teles Rodrigues Sampaio
(Orientador – UFBA)

Documento assinado digitalmente
gov.br FABRICIO PITOMBO LEITE
Data: 15/12/2023 13:23:16-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Fabrício Pitombo Leite
(UFBA)

Documento assinado digitalmente
gov.br JUAN PABLO PAINCEIRA PASCHOA
Data: 15/12/2023 17:12:07-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Juan Pablo Paineira Paschôa
(BC)

Aprovada em 14 de dezembro de 2023.

RESUMO

O *shadow banking* – também chamado de sistema bancário paralelo ou sistema bancário sombra – é composto por instituições financeiras que financiam a compra de ativos com maturidades longas por meio do mercado monetário, no qual elas se financiam utilizando empréstimos de curto prazo. O que dá ao *shadow banking* o seu caráter “sombrio” é o fato de não estar sujeito à legislação e à regulação bancária tradicional, não ter acesso ao banco central como prestador de último recurso e não dispor de depósitos assegurados, estando assim nas sombras do sistema bancário tradicional. O objetivo central do trabalho é explorar a interação entre bancos centrais, instituições financeiras tradicionais e *shadow banks*, focando em como as atuais dinâmicas do mercado monetário introduzem fragilidade e instabilidade independentemente do caminho de desenvolvimento específico e da estrutura institucional de cada economia. Partindo da noção de Minsky da hipótese da fragilidade financeira e da instabilidade inerente ao capitalismo, reflete-se sobre as consequências da tendência de crescente envolvimento das práticas de *shadow banking* nos mercados monetários, o aumento na interconexão nos balanços de instituições financeiras e suas implicações para a política fiscal e monetária. Diferentes configurações de sistemas financeiros dão origem a formas específicas de instabilidade e fragilidade que, apesar de serem distintas, geram implicações semelhantes para o papel do Estado e do banco central.

Palavras-chave: shadow banking; instabilidade financeira; sistema financeiro.

ABSTRACT

The shadow banking system comprises financial institutions that finance the lending of long-term assets by short-term money market funding. What grants this system its “shadowy” character is the lack of access to the central bank’s “lender of last resort” facilities or guaranteed deposits, as well as being subjected to fewer regulatory restrictions. Thus, they are in the shadows of the traditional banking system. In this study, we explore the interaction between central banks, traditional banks, and the shadow banking system. We highlight the way current money market dynamics act as sources of financial fragility and instability across the international financial system, regardless of the specific political economy path or institutional framework of each economy. Drawing on Minsky’s financial fragility hypothesis, we analyse the effects of the growing involvement of shadow banks in money markets, focusing on its implications for fiscal and monetary policy. The variegation seen across financial systems gives rise to specific forms of financial fragility, which in turn affect the role of states and central banks in ways that, albeit similar, modify the implementation of monetary and fiscal policy in a fundamentally different manner.

Keywords: shadow banking; financial instability, financial system.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Interação entre diferentes tipos de instituições nos mercados de repo	26
Figura 2 – Hierarquia de liquidez de acordo com a Money View e a Critical Macro-Finance	36
Figura 3- Hierarquia de liquidez e de relações de crédito	43
Figura 4 – Dinâmica dos mercados de repo dos EUA.....	51
Figura 5 – Estoque de repo no balanço do Banco Central do Brasil (R\$ Bilhões)	54
Figura 6 - Valor Financeiro Diário Médio de Operações Compromissadas Realizadas Dentro e Fora do Sistema de Transferência de Reservas (STR).....	57
Figura 7- Quantidade Diária Média de Operações Compromissadas Realizadas Dentro e Fora do Sistema de Transferência de Reservas (STR)	58
Figura 8- Dinâmica dos Mercados de Compromissadas no Brasil.....	61
Figura 9 – Títulos da dívida pública no balanço do BCB.....	65
Figura 10 – Repos Lastreados por TPF Relativos ao Total do Ativo de Fundos de Investimento (Eixo Primário) e total em R\$ Milhões (Eixo Secundário).....	68
Figura 11 – Volume de títulos da dívida pública nos balanços de instituições financeiras não-bancárias (R\$ bilhões).....	69

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	MINSKY E A TRAJETÓRIA DOS MERCADOS FINANCEIROS	12
2.1	A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA, O <i>MONEY MANAGER CAPITALISM</i> E O SURGIMENTO DOS POOLS DE LIQUIDEZ CONTEMPORÂNEOS	12
2.2	A QUESTÃO DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ NO CONTEXTO DO <i>MONEY MANAGER CAPITALISM</i>	18
3	ABORDAGENS TEÓRICAS À EVOLUÇÃO RECENTE DO SISTEMA FINANCEIRO	24
3.1	DA LIQUIDEZ À EMERGÊNCIA DOS SHADOW BANKS	24
3.2	A EMERGÊNCIA DE UMA NOVA CONCEPÇÃO DE MOEDA E SUA RELAÇÃO COM O ESTADO	35
3.3	A INTEGRAÇÃO DA PRODUÇÃO E CIRCULAÇÃO DE VALOR COMO COMPLEMENTO NECESSÁRIO À HIERARQUIA DE CRÉDITO PARA O ENTENDIMENTO DAS ESPECIFICIDADES DA PERIFERIA	40
4	DESENVOLVIMENTO DO <i>SHADOW BANKING</i> E A TRANSFORMAÇÃO DOS MERCADOS MONETÁRIOS NO CENTRO E NA PERIFERIA: UMA COMPARAÇÃO EUA E BRASIL	46
4.1	INTERAÇÕES ENTRE INSTITUIÇÕES NO MERCADO DE <i>REPO</i> DOS EUA	46
4.2	ESTRUTURA, PARTICIPANTES E TENDÊNCIAS DO MERCADO DE <i>REPO</i> BRASILEIRO	53
5	COMPREENDENDO AS ESPECIFICIDADES BRASILEIRAS: UMA INTEGRAÇÃO TEÓRICA	62
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	72
	REFERÊNCIAS	76

1 INTRODUÇÃO

O processo de liberalização, desregulamentação e privatização das décadas de 1980 e 1990 intensificou a interdependência na economia global, levando a uma integração cada vez mais profunda entre as finanças e outros aspectos da sociedade. Essa integração forma um processo que assume formas variegadas em múltiplas economias e dá origem a uma miríade de contextos econômicos distintos, porém com características comuns. As finanças transbordam a esfera financeira e se tornam dominantes na sociedade, ultrapassando as fronteiras nacionais e adquirindo dimensões globais (Epstein, 2005).

Conforme diferentes economias se tornam mais interconectadas, assim também o fazem os sistemas financeiros no centro e na periferia. Essa dinâmica implica maior potencial de transmissibilidade e, portanto, um maior potencial disruptivo de crises econômicas e financeiras. Isso ocorre, pois, as práticas e a estrutura dos compromissos financeiros refletem as condições de mercado e as expectativas, que mudam e evoluem conforme se modificam as relações entre esses compromissos e os arranjos financeiros, não só na esfera nacional, mas também na esfera global (Minsky, 1986). A interconexão – ou interdependência – entre balanços de instituições financeiras é exacerbada conforme elas se voltam a produtos e instrumentos financeiros mais sofisticados como fontes de liquidez. Entre esses instrumentos, os mais representativos são *repurchase agreements* ou *repos* (no Brasil chamados de operações compromissadas). *Repos* são um tipo de instrumento financeiro, geralmente de curto prazo, semelhante a um empréstimo que utiliza títulos como garantia: uma instituição financeira vende um determinado título a uma segunda instituição, sob a promessa de comprá-lo de volta a um preço pré-determinado (acrescido de uma taxa de juros) em um prazo também pré-determinado. Com isso, a instituição credora recebe títulos como colateral pela compra do ativo, os quais podem ser vendidos caso a instituição tomadora do empréstimo não cumpra a sua parte do acordo (Krishnamurthy; Nagel; Orlov, 2014).

Devido à recompra de títulos, essas operações têm uma natureza circular, com instituições financeiras emprestando (ou tomando emprestado) liquidez (ou títulos) para satisfazer suas necessidades imediatas. *Repos* passaram a ser utilizados de forma sistemática como fonte de captação após o processo de liberalização das finanças da década de 1980. Conforme a dinâmica do financiamento de instituições financeiras se transforma, a forma de supervisão e atuação dos bancos centrais também se altera. A complexificação dos mercados monetários se reflete no modo de atuação dos bancos centrais, que passam a utilizar instrumentos cada vez mais complexos – e colateralizados – como *repos* e derivativos. O crescimento desses mercados ao

longo das últimas décadas os tornou importantes entre a autoridade monetária e o restante do sistema financeiro.

A história do capitalismo é pontuada por depressões profundas associadas a pânico financeiros e crises nas quais as relações financeiras e as instituições vigentes acabam por se encontrar sob risco de ruir. Ciclos de expansão e contração econômica são observados ao longo de toda a história do capitalismo, mas as crises dos últimos quarenta anos tendem a ter consequências sistêmicas maiores. Esta maior frequência de crises mostra um aumento na instabilidade e a fragilização associada à maior interconexão entre diferentes economias e à complexificação dos canais de transmissão de crises (Reinhart; Rogoff, 2009). Quando uma crise de grandes proporções atinge a economia global, emerge uma reforma ou uma reconfiguração da estrutura institucional, seja sob a forma de legislação ou sob a forma de mudanças na forma de atuação das instituições vigentes. Sob uma perspectiva na qual a história e a evolução do sistema bancário e da legislação financeira podem ser vistas como uma busca para eliminar a instabilidade, a experiência que se tem até os dias de hoje mostra que essa busca tem sido largamente em vão (Minsky, 1986). Conforme os mercados e as interações entre instituições se tornam mais e mais complexos, a instabilidade se enraíza no Sistema Financeiro Internacional (SFI), e as maneiras de contorná-la acabam por precisar, inevitavelmente, “dançar conforme a música” dos interesses dos mercados enquanto tenta conduzi-la.

Com o aumento de tamanho e de complexidade dos mercados associados ao processo de liberalização e internacionalização das finanças, os mercados de dívida pública titularizada se tornam o principal veículo para a política monetária. Conforme bancos centrais se tornam independentes e a política monetária e fiscal se separam, eles deixam de ser acessíveis aos governos para a realização de política econômica. Assim como bancos centrais passam a recorrer aos mercados financeiros para a execução da política monetária, o Estado também passa a depender destes. Essa dependência simultaneamente estimula o desenvolvimento e o crescimento dos mercados financeiros e restringe a atuação do Estado, o qual passa a ser limitado pelo entendimento de estabilidade emanado pela satisfação dos interesses dos mercados.

Isso representa um vínculo de dependência entre o Estado e os mercados financeiros – particularmente o de títulos da dívida pública – do qual as instituições financeiras tradicionais, como bancos, não são os únicos participantes. Desde o início do século XXI, instituições financeiras não-bancárias, como fundos de investimento, cobertura, pensão ou aquelas de mercado monetário têm participado de forma cada vez mais intensa do mercado de títulos, em

uma relação simbiótica com instituições financeiras tradicionais. Sem ter acesso ao financiamento direto por meio do banco central, os *shadow banks* interagem com instituições financeiras tradicionais no mercado.

A relevância dos *shadow banks* – e de grandes investidores institucionais em geral – não se restringe aos mercados monetários, afetando a economia como um todo. Isso pode ser exemplificado pelo fato de que os fundos de investimento chamados de “Big Three” - BlackRock, Vanguard e State Street – eram acionistas majoritários de 438 das 500 maiores companhias dos EUA em 2015, o que equivalia a 82% do índice de capitalização S&P 500 (Fichtner; Heemskerk; Garcia-Bernardo, 2017). Em 2022 seus ativos sob gestão superavam US\$ 22 trilhões (Manjoo, 2022). O sistema de *shadow banking* global depende desses agentes institucionais e da sua demanda por produtos financeiros (Bonizzi, 2017; Bonizzi; Kaltenbrunner, 2019). Esses grandes investidores institucionais transcendem o escopo dos mercados financeiros e passam a influenciar sistemas físicos necessários para a reprodução social. É cada vez mais comum que seus portfólios incluam ativos “reais” como infraestrutura, habitação, saúde e educação. Ao investir na construção e operação desses projetos, grandes gestoras de ativos aplicam a lógica privada de maximização de lucro a serviços originalmente geridos pelo Estado. Isso acarreta um enorme custo social, se refletindo em um cenário no qual o risco do investimento é assumido pelo Estado e pela população. Conforme Estados se voltam à privatização de serviços e terceirização do investimento, principalmente no regime de Parcerias Público-Privadas (PPPs), a influência de grandes investidores institucionais vai além das relações de crédito do *shadow banking* e passa a reger aspectos integrais à política econômica e ao desenvolvimento (Christophers, 2023).

Os *shadow banks* exercem uma influência significativa na gestão de política monetária. Apesar de geralmente não terem acesso direto à liquidez fornecida por bancos centrais, eles podem acessá-la indiretamente por meio de operações compromissadas com instituições financeiras autorizadas a operar junto à autoridade monetária. Instituições financeiras não-bancárias podem tanto fornecer colateral – geralmente títulos da dívida pública – para bancos tradicionais, quanto servir como uma fonte alternativa de liquidez (Mehrling et al, 2013; Singh, 2011, Pozsar, 2014). O colateral pode, a depender do caso, ser negociado novamente no mercado secundário, o que traz diversas consequências para o SFI como um todo. Entre estes efeitos está a introdução de vulnerabilidade no sistema, e um aumento no fator de contágio de uma eventual crise: como o colateral de quase todo o sistema financeiro é renegociado no mercado, ocorrências de eventuais

problemas associados ao colateral, como *margin calls*¹, – quando o valor do ativo utilizado como colateral cai abaixo da margem requerida no momento da negociação – podem comprometer o acesso à liquidez de boa parte do sistema. Isso pode ser visto no aumento da reutilização de títulos que atuam como colateral para operações *repo*: quando um título que está sob a forma de ativo no balanço de uma instituição financeira após ter sido utilizado como garantia por um depósito por outra instituição é reutilizado pela primeira como garantia para uma operação com uma terceira instituição (Singh, 2011).

Um exemplo de como a dependência de instituições financeiras no mercado de títulos públicos fragiliza o sistema é o caso da breve crise bancária nos EUA no início de 2023. O aumento nas taxas de juros sobre títulos da dívida pública estadunidenses implementado pelo Federal Reserve – o banco central do país – diminuiu o preço de mercado dos títulos que já estavam em circulação. Devido à sua segurança e à suposta estabilidade, esses títulos correspondem a uma parcela significativa dos ativos de instituições financeiras, como era o caso do Silicon Valley Bank. No momento em que o preço de mercado desses títulos caiu, o ativo do banco se desvalorizou como um todo. Com receio do banco não possuir liquidez o suficiente para cumprir seus compromissos, clientes tentaram retirar em massa seus depósitos, o que levou o banco à falência. Outros bancos do país também foram afetados por essa queda nos preços dos títulos, o que levou a uma drenagem na liquidez nos mercados monetários que poderia ter gerado uma crise de grandes proporções se não fosse pela intervenção do Federal Reserve via linhas de crédito emergenciais (Martin; Steer; Duguid, 2023). Outro caso no qual a instabilidade inerente à organização do sistema financeiro atual se tornou clara foram os acontecimentos no mercado de *repo* dos EUA em setembro de 2019. Um conjunto de pequenos choques, como prazo de pagamento de impostos e vencimento de títulos públicos, em um contexto no qual o nível de reservas bancárias junto ao Federal Reserve era baixo, levou a um aumento súbito nas taxas de juros das operações *repo* do país. Esse aumento se deveu principalmente à escassez momentânea de liquidez nos mercados monetários, com um descasamento entre a oferta e a demanda por *repos*, sendo a elevação repentina desta última a responsável pelo aumento nas taxas. Assim como no caso do Silicon Valley Bank, a possibilidade dessa instabilidade momentânea levar o sistema financeiro dos EUA ao colapso levou o Federal Reserve a intervir, inundando o mercado com liquidez por meio de linhas emergenciais de *repo* (Afonso et al,

¹ Margin calls (chamadas de margem) são um mecanismo contratual por meio do qual uma instituição que detém títulos de outra instituição como garantia a uma outra operação no seu balanço pode exigir o depósito de mais títulos caso seu valor de mercado caia abaixo do nível mínimo combinado no início da operação (Foley et al., 2022).

2021). Esses acontecimentos evidenciam o quão tênue é a estabilidade dos mercados monetários, e o quão necessária se torna a intervenção por parte do banco central ao menor sinal de estabilidade. Com o alto grau de interconexão entre os balanços de instituições financeiras, pequenas variações nos mercados podem ter consequências severas para a estabilidade da economia como um todo.

A literatura internacional explora bem o desenvolvimento e o comportamento do mercado de *repo*. Porém, são raros os estudos detalhados sobre o seu funcionamento na periferia do capitalismo, principalmente quando se trata de *shadow banking*. Essas economias são comumente tidas como meras “seguidoras” das tendências globais, sem que tenham capacidade de operação ou sofisticação o suficiente nos seus sistemas financeiros para que desenvolvam seus próprios mercados monetários robustos. O “encanamento” dos sistemas financeiros periféricos é pouco explorado na literatura, que delimita a compreensão das convergências e divergências das estruturas dos sistemas financeiros e mercados monetários dessas economias com as tendências internacionais. A organização desses mercados é, mesmo no centro, influenciada pela organização do sistema financeiro como um todo. Ainda que as estruturas sejam contexto-específicas, o aprofundamento da relação entre bancos centrais e instituições financeiras, particularmente aquelas que compõem o *shadow banking*, é uma tendência geral. Com isso, os *shadow banks* passam a ter uma maior influência sobre a política monetária, que por sua vez é cada vez mais sujeita à volatilidade das finanças. A compreensão do mercado de *repo* permite uma análise mais ampla do funcionamento do mercado financeiro, do controle da liquidez e das atuais fragilidades e potenciais fontes de crise em economias financeirizadas.

O objetivo aqui é explorar a interação entre bancos centrais, instituições financeiras tradicionais e *shadow banks*, focando em como as dinâmicas do mercado monetário introduzem fragilidade e instabilidade independentemente das particularidades de cada economia. Também se discute as implicações dessa organização para a política econômica. Partindo da noção de Minsky da hipótese da fragilidade financeira e da instabilidade inerente ao capitalismo, busca-se analisar as consequências das tendências vistas hoje nos mercados monetários e do crescente envolvimento de fundos de investimento nestes. Uma peça-chave para esse processo é o aumento da interconexão entre instituições financeiras, da qual a crescente importância de instrumentos colateralizados, ou seja, lastreados por outros ativos, é uma parte fundamental (Mehrling 2011; Poszar, 2014).

Primeiro, discute-se a liquidez e a questão da instabilidade financeira como discutida por Minsky, enfatizando a ascensão do chamado *Money Manager Capitalism* (Wray, 2009) e as

dinâmicas dos ciclos de liquidez minkianos. Partindo desse campo, são discutidas as transformações na estrutura do capitalismo que ocorrem posteriormente ao que foi discutido por Minsky e pela literatura pós-keynesiana das décadas de 1980 e 1990. Para isso, volta-se às abordagens da *Money View* (Mehrling, 2011; Poszar, 2014) e da *Critical Macro-Finance* (Gabor, 2020; Dutta et al., 2020; Knafo, 2020), que apresentam uma nova concepção da relação entre a moeda e o Estado de forma que beneficia a análise da relação centro-periferia. Essas abordagens fornecem pistas importantes para a compreensão do funcionamento dos mercados que sustentam a provisão de liquidez para as instituições financeiras, além de englobar a emergência e crescimento dos novos agentes financeiros que compõem o sistema de *shadow banking*. Essa análise é complementada pela literatura da economia política marxista, que contextualiza as relações de crédito nas suas raízes na esfera produtiva. Para compreender os efeitos da variação institucional no desenvolvimento de sistemas e mercados financeiros estruturalmente distintos, parte-se primeiro para uma análise dos mercados de *repo* nos EUA – onde muitas das tendências que se tornaram globais se originaram – e de como o *shadow banking* se integra nessa dinâmica. Depois, se parte para o caso do Brasil, onde o cenário de subordinação financeira introduz características específicas à forma com a qual o sistema financeiro opera. A organização do sistema financeiro brasileiro implica em particularidades no que diz respeito às fontes específicas de instabilidade que se entrelaçam com o papel do Estado, do Banco Central do Brasil (BCB) e das instituições financeiras.

2 MINSKY E A TRAJETÓRIA DOS MERCADOS FINANCEIROS

2.1 A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA, O *MONEY MANAGER CAPITALISM* E O SURGIMENTO DOS POOLS DE LIQUIDEZ CONTEMPORÂNEOS

Para compreender a configuração atual da economia global, é imprescindível discutir a hipótese de fragilidade financeira desenvolvida por Minsky (1986). Partindo da ideia de que a estabilidade econômica por si só engendra instabilidade, os autores afirmam que, após um período de crescimento econômico estável e finanças robustas, as práticas de firmas e instituições financeiras acabam por gerar instabilidade. Suas origens na teoria financeira do investimento permitem compreender o capitalismo como uma estrutura financeira complexa, na qual dinheiro é produzido por meio de dinheiro. A hipótese da fragilidade financeira tem origem na ideia de classificação de agentes financeiros em estruturas *hedge*, especulativas ou Ponzi (Minsky, 1982).

Uma estrutura *hedge* é aquela na qual os lucros e os compromissos financeiros têm uma margem de segurança grande o suficiente entre si de modo a garantir que os lucros superem os gastos com pagamento de dívidas nos períodos futuros. As estruturas financeiras especulativas são marcadas pelo otimismo: nos períodos iniciais, o lucro esperado de um investimento não será o suficiente para cobrir as dívidas, mas em períodos posteriores haverá um excesso de receita que compensará o déficit inicial. Já numa estrutura Ponzi, as expectativas de lucro de um investimento no futuro imediato não são suficientes, mesmo para o pagamento dos juros associados à dívida, sendo necessário que o agente tome empréstimos adicionais para que cumpra suas obrigações. Destaca-se que numa economia interagem agentes de diversas estruturas, sendo que a predominância de um determinado tipo de agente é um indicador do grau de fragilidade (ou robustez) do sistema financeiro. Se o predomínio é de estruturas especulativas ou Ponzi, o grau de fragilidade financeira é maior, caracterizando uma economia na qual choques nas taxas de juros têm uma maior probabilidade de desencadear uma crise (De Paula; Alves Jr., 2020).

A instabilidade financeira causada pelo comportamento dos agentes não tem origem em choques exógenos, mas sim na dinâmica interna da economia e dos mercados. A estabilidade econômica vista em períodos quando unidades *hedge* predominam dão origem a um otimismo e confiança que levam agentes a progressivamente assumirem uma postura especulativa ou mesmo Ponzi (Minsky, 1982). A expectativa de retornos maiores e a abundância de liquidez leva agentes financeiros a dependerem cada vez mais de alavancagem. Ao potencializar os

ganhos de investimento permitindo que agentes obtenham retornos maiores ao poder comprar ativos que o seu nível de patrimônio não permitiria, ela também leva a uma maior fragilização. O otimismo e a expectativa generalizada de valorização de ativos estimulam uma expansão do crédito e do endividamento. Porém, o fim do ciclo de expansão representa uma frustração das expectativas de valorização de ativos, e uma contração do crédito disponível. Com a interconexão entre balanços de diversos investidores, choques no preço ou no rendimento de apenas um ativo podem ter conexões devastadoras para o sistema financeiro como um todo. A contração do crédito, por sua vez, representa a secagem da liquidez que anteriormente era abundante no mercado, o que dificulta o cumprimento dos compromissos financeiros feitos no momento de expansão econômica. Numa estrutura de mercado altamente alavancada, na qual a maior parte dos agentes opera com um alto nível de endividamento, a interconexão entre balanços de diferentes agentes é maior. Assim, com a inversão das expectativas de valorização de um ativo, ou seja, nos rendimentos de um agente alavancado, este é levado a não ter capacidade de cumprir os compromissos com quem o forneceu crédito para um investimento (Jiang et al., 2023).

Conforme mais agentes financeiros assumem essa postura, maior a dependência da sua operação na rolagem constante das suas dívidas, um comportamento arriscado que pode levar a crises de grandes proporções. Num ambiente econômico estável, as expectativas de longo prazo são otimistas: percepções de risco de credores e de devedores são baixas, o que estimula o aumento no crédito. Esse aumento no crédito se traduz como um maior volume de investimento, que por sua vez leva a expectativas otimistas quanto à tendência dos lucros. A expectativa de lucros e rendimentos maiores leva o preço de demanda dos ativos a aumentar, enquanto a preferência dos agentes por manter ativos com maiores rendimentos ao invés de ativos mais líquidos nos seus balanços leva a uma queda no seu preço de oferta. O aumento no volume de investimento indica também que agentes passam a assumir uma postura mais especulativa, ou seja, com um maior nível de endividamento. Nos períodos de crescimento, altos níveis de endividamento passam a ser aceitos por bancos, criando um cenário no qual a economia como um todo passa a operar com uma estrutura de dívidas na qual a liquidez necessária para o cumprimento de compromissos financeiros é maior que as receitas esperadas (Bahry; Gabriel, 2010). Além disso, a tendência de elevação das taxas de juros ao longo do período de crescimento diminui os preços dos ativos, provocando uma contração nos lucros. Essa contração dificulta o pagamento das dívidas anteriores, aumentando a demanda por liquidez. Para obter liquidez suficiente para o pagamento de suas dívidas, agentes passam a

tentar vender os ativos financeiros que estão em seus balanços, diminuindo os preços de demanda por ativos e os gastos com investimento. Com isso, os lucros caem ainda mais e os problemas de pagamento da dívida se agravam. Esse cenário leva a uma espiral de queda de preços nos ativos e de escassez de liquidez nos mercados que constitui uma crise (Jiang et al., 2023).

Enquanto períodos de estabilidade seguidos por euforia fragilizam o sistema financeiro e geram instabilidade, períodos conturbados fazem com que unidades anteriormente especulativas e Ponzi se tornem mais pessimistas e avessas ao risco, assumindo uma postura *hedge* (Torres Filho; Miaguti; Martins, 2018). Assim, uma característica interna à economia capitalista é que períodos de estabilidade financeira estimulam a propensão ao risco, gerando instabilidade financeira. Isso significa que os ciclos econômicos numa economia capitalista e os picos e vales na disponibilidade de liquidez vistos ao longo da história, mesmo que influenciados por choques exógenos, tendem a ser um resultado sua própria dinâmica interna de funcionamento. Essa dinâmica é sustentada pelo sistema de intervenções e regulações que visa suavizar esses ciclos (Minsky, 1982).

A economia representa, então, um sistema em constante mudança – impulsionada por fatores endógenos e exógenos – cuja estrutura institucional – também em constante mudança – influencia e regula a atividade econômica enquanto determina o caminho específico do desenvolvimento econômico. No centro desse sistema estão as instituições financeiras, pois as finanças, ou seja, o crédito, são necessárias para que a produção ocorra (Minsky, 1986). Ao pensar a economia desta forma, a inovação financeira se torna um elemento central de análise, constituindo um motor da evolução institucional. As inovações nos mercados financeiros, as quais ocorrem em razão da busca por lucro de investidores individuais e instituições financeiras, dão origem a transformações nas finanças. Conjuntamente às transformações nas finanças, as políticas públicas também têm um papel importante na inovação financeira. Ao estabelecer a estrutura institucional que condiciona a atividade econômica, as políticas públicas são capazes de alterar a trajetória da atividade econômica (Whalen, 2012; 2017).

Minsky desenvolve essas ideias em meio às mudanças no contexto econômico e institucional que sucederam à estagnação da década de 1970, analisando o surgimento e o desenvolvimento do que ele denomina *money manager capitalism* (capitalismo do agente financeiro). A maior relevância de investidores institucionais e a crescente titularização do crédito, em conjunto com a onda de fusões e aquisições na década de 1980, consolidou uma nova estrutura das finanças. Essa estrutura, ao centralizar a especulação nos mercados financeiros e submeter o investimento

produtivo à sua lógica, acaba por aumentar o grau de fragilidade econômica do sistema como um todo (Minsky, 1986).

Nesse contexto, a característica fundamental do “capitalismo do agente financeiro” é que a posse de grande parte dos instrumentos financeiros é de investidores institucionais altamente alavancados – como fundos de investimento e de pensão que se utilizam do endividamento para potencializar sua rentabilidade sem que seja necessário utilizar patrimônio próprio (Adrian; Shin, 2009) – buscando os maiores retornos possíveis em um sistema que subestima o risco (Wray, 2009). Essas instituições criam instrumentos progressivamente mais complexos apoiados pela estrutura regulatória das finanças. Mesmo quando essa estrutura é reforçada visando reduzir o risco sistêmico, surgem novas práticas e produtos que fogem do escopo da legislação existente. Isso é que ocorre, por exemplo, com os Acordos de Basileia: ao tentar burlar os requisitos de capital e reservas e escapar da supervisão, instituições financeiras se utilizam de agências de *rating* para desenvolver modelos que façam com que os ganhos com juros pareçam compensar o risco (Whalen, 2012).

Entre as inovações que consolidaram o *money manager capitalism*, destaca-se o aumento no uso de derivativos e outros instrumentos colateralizados, impulsionado pelo movimento em direção à titularização. Esse movimento foi determinante para a internacionalização das finanças, pois ativos titularizados transpassam as fronteiras nacionais, facilitando o acesso de investidores institucionais globais a produtos denominados em dólar (Minsky, 1986). Esses produtos eram – para evadir a regulação e potencializar a rentabilidade – cada vez mais complexos e opacos, e por serem gerados e precificados por modelos igualmente complexos, dificultaram a avaliação do risco sistêmico (Whalen, 2012). A crescente tendência de titularização de ativos – agrupamento de diversos ativos em produtos financeiros comercializáveis – acelera as transformações na organização do sistema financeiro. Mesmo que a titularização tenha surgido sob a justificativa da dispersão do risco, ela incentiva a alavancagem ao permitir que instituições estendam crédito sem que aumentem seus requerimentos de capital (Adrian; Shin, 2009). Além disso, a alavancagem incentiva a especulação, intensificando a fragilização da economia (Wray, 2009).

No atual ambiente econômico, a inovação tecnológica facilita que instituições financeiras atuem com maiores níveis de financiamento por dívida, o que, apesar de permitir maior alavancagem e possibilitar que a economia opere com um nível mais elevado de demanda agregada, acaba por potencializar riscos. Nesse processo, o aumento no nível de risco em conjunto com a necessidade de pagamento de taxas de rolagem das dívidas leva a um aumento

na fragilidade financeira de diversos agentes e, conseqüentemente, da economia como um todo. No momento em que muitos agentes se veem em uma posição de contrair novas dívidas para o pagamento de dívidas pré-existentes, crises financeiras se tornam mais recorrentes e perigosas, além de representar maior fator de contágio (Minsky, 1992).

O surgimento de um mercado global e líquido de ativos denominados em dólar por influência das mudanças regulatórias que acompanharam o colapso do sistema monetário de Bretton Woods levou essa dinâmica de sistema financeiro, antes mais restrita aos EUA, a ser difundida ao redor do mundo. Com o fim definitivo do padrão ouro face à crescente necessidade de liquidez da economia global no início da década de 1970, o dólar americano se tornou puramente fiduciário, reafirmando-se como principal moeda de reserva da economia mundial. Com o esgotamento da possibilidade de utilizar o ouro como alternativa a manter dólares americanos como moeda de reserva, este passa a ser o principal alicerce do SFI (Eichengreen, 2013). Ao mesmo tempo, a adoção do câmbio flutuante em conjunto com a crescente internacionalização das finanças criou um véu de descentralização ao sistema financeiro globalmente integrado. Porém, mesmo aparentemente descentralizado, o SFI tem ainda o dólar como porto seguro, dependendo das decisões de política econômica do governo dos EUA. As novas práticas de financiamento de instituições financeiras, concentradas nos mercados de *repo* e de títulos da dívida pública adicionam uma nova camada à centralidade do dólar: ao determinar os déficits, a dívida pública e emissão de títulos, o Federal Reserve e o governo dos EUA têm um poder de influência significativo quanto às condições de financiamento da economia global.

Conforme o capitalismo se torna um sistema “inescapavelmente financeiro” (Minsky, 1989), o papel de instituições financeiras não-bancárias é cada vez mais relevante, sendo responsáveis por grande parte dos fluxos financeiros. Suprir as necessidades de liquidez, que se tornaram maiores ao longo desse processo, se torna cada vez mais complexo. Com compromissos financeiros com prazos e valores de mercado que não necessariamente correspondem à liquidez disponível nos balanços de instituições financeiras, estas passam a recorrer cada vez mais a empréstimos colateralizados. Ao negociar ativos dessa forma, as instituições financeiras se beneficiam de duas maneiras. Primeiro, elas garantem que haverá demanda para um determinado ativo, assegurando o seu valor de mercado e, conseqüentemente, a manutenção dos seus balanços. Segundo, caso haja necessidade de liquidez imediata para o cumprimento de um compromisso financeiro, negociar ativos como colateral no mercado secundário com outras

instituições possibilita o seu cumprimento, mesmo que não haja demanda para o tipo específico de título (Mehrling et al., 2013).

O maior dinamismo nos mercados monetários proporcionado pela mudança na forma de financiamento entre bancos, em conjunto com o contexto institucional do final do século XX, abrem uma avenida para o surgimento de novos agentes financeiros que focam principalmente em utilizar os mercados monetários – de curtíssimo prazo – para gerar crédito de prazos mais longos (Poszar, 2014). Um aspecto importante da transformação do contexto institucional é o surgimento de *pools* de liquidez. Eles são grandes montantes de ativos líquidos (geralmente passando de US\$1 bilhão) administrados por grandes empresas não-financeiras multinacionais ou investidores institucionais como administradoras de ativos ou fundos de pensão. Seu surgimento não se relaciona somente à ascensão de grandes investidores institucionais, mas também ao processo de internacionalização das finanças. Um *pool* de liquidez institucional agrega os balanços de todas as suas subsidiárias (no caso de empresas não-financeiras) ou os investimentos de todos os seus clientes (no caso de investidores institucionais) e os investe de forma conjunta (Poszar, 2013). Essa estrutura permite uma redução nos custos de crédito e maximização dos retornos a curto prazo, combinando saldos negativos e positivos de diversas entidades legais em uma única conta. Um exemplo disso são os fundos de pensão, que utilizam estratégias de derivativos para gerir passivos de planos de aposentadorias de forma que maximize os rendimentos, enquanto os protegem dos riscos associados a variações nas taxas de juros. Ao operar majoritariamente no mercado de derivativos, *pools* de liquidez institucionais estão sujeitos a *margin calls* no caso de mudanças bruscas nos preços de ativos. Isso os transforma em uma fonte significativa de instabilidade sistêmica, podendo gerar uma reação em cadeia de problemas de liquidez (Saeidinezhad, 2023). A quantidade de recursos administrados por esses agentes, em conjunto com sua demanda significativa por ativos seguros de curto prazo e a opacidade da regulação que se aplica a eles, torna os *pools* de liquidez internacionais participantes importantes do sistema de *shadow banking*.

As transformações nas dinâmicas do sistema financeiro são impulsionadas pelas necessidades de agentes acessarem ativos seguros e baixas taxas de juros que sustentem as suas práticas de financiamento. Essas práticas não são relevantes apenas para os *shadow banks*, mas também para os bancos tradicionais que modificam seu modelo de operação conforme surgem inovações financeiras. Então, o controle dos bancos centrais sobre o sistema financeiro como um todo se torna mais tênue e indireto, focando em proporcionar as condições de mercado e o colateral que sustentam o restante do sistema.

2.2 A QUESTÃO DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ NO CONTEXTO DO MONEY MANAGER CAPITALISM

Os mecanismos e dinâmica que fragilizam os sistemas financeiros tomam formas diferentes no decorrer do tempo. As transformações da estrutura institucional, o surgimento e o crescimento de novos agentes e a mudança nos papéis e formas de atuação de agentes pré-existentes fazem com que a hipótese da instabilidade financeira tenha desenvolvimentos e implicações diferentes face ao cenário econômico e financeiro específico em que o mundo se encontra. A ideia de instabilidade financeira passou por modificações da sua origem nas ideias de Keynes sobre preferência por liquidez e o papel do banco central como emprestador de último recurso ao mecanismo das crises e a hipótese de instabilidade financeira de Minsky. Conforme o sistema financeiro se transforma, os mecanismos que o fragilizam também se alteram. Com a introdução de inovações financeiras e o surgimento de novos agentes, a hipótese da instabilidade financeira passa a ter mecanismos e implicações diferentes para o sistema financeiro como um todo. A teoria monetária pós-keynesiana também evoluiu para englobar os novos movimentos e formas de atuação de instituições financeiras. Enquanto no século XX o principal foco era a mudança do modelo de negócios dos bancos face à introdução de novos produtos financeiros, no século XXI – particularmente após a Crise Financeira Global – a literatura busca investigar o papel dos *shadow banks* na dinâmica do mercado monetário e o seu efeito nos bancos centrais e Estados.

A teoria monetária pós-keynesiana, baseando-se na ideia de que a moeda é uma instituição integral aos processos do capitalismo, afirma que a oferta de moeda, apesar da influência da autoridade monetária, é determinada majoritariamente pelo sistema bancário via extensão de crédito (Wray, 1992; Davidson, 1972). A oferta de crédito por parte de bancos e a demanda por crédito de diversos agentes econômicos é determinada com base na preferência de liquidez de cada um desses agentes. Liquidez se refere à facilidade de conversão de um determinado ativo em moeda, sem que seu valor de mercado seja afetado. A preferência por liquidez é então, o posicionamento de um dado agente face o *tradeoff* entre possuir ativos mais líquidos, porém com juros menores, ou ativos menos líquidos, porém com maiores rendimentos. Ela pode ser interpretada como as escolhas de portfólio de agentes, sendo determinada, em grande parte, pela confiança nos preços gerais da economia. As preferências por liquidez estão em constante mudança, afetando não só a oferta e a demanda por crédito, mas também a produção e o emprego da economia como um todo (Dow, 2008).

A ideia de preferência por liquidez como fator de influência na criação de crédito - ou seja, na criação monetária - se relaciona profundamente com a teoria de investimento de Minsky (1975). O volume de investimento é determinado pelo valor esperado dos ativos que serão comprados; pela disponibilidade de financiamento com capital próprio; pela capacidade e disposição de contrair dívidas e pela disposição de extensão de crédito por parte de instituições financeiras. Esses dois últimos fatores dependem, respectivamente, da percepção de risco do credor e do devedor. Quanto mais confiante o tomador de empréstimo estiver nos retornos esperados do seu investimento, mais disposto ele estará a adotar uma estrutura financeira altamente alavancada. Pelo lado da instituição financeira credora, a sua confiança no retorno esperado do investimento do credor afeta a sua confiança na probabilidade de que ele honrará seus compromissos financeiros, o que por sua vez afeta a sua disposição de ofertar crédito. Assim, a oferta e a demanda de crédito estão profundamente conectadas com a preferência de liquidez das partes envolvidas (Dow; Dow, 1989).

Na progressão de estruturas financeiras *hedge* a estruturas especulativas e Ponzi, discutida na seção anterior, a escolha de uma dessas posturas por parte do agente se dá em decorrência da preferência por liquidez, com instituições financeiras com postura *hedge* representando a maior preferência por liquidez. Porém, ao passo em que o otimismo quanto à probabilidade de cumprimento de compromissos financeiros cada vez mais arriscados se torna generalizado, a euforia atingirá um ponto no qual a percepção dos bancos quanto ao aumento no risco de crédito levará a um aumento nas taxas de juros e contração na concessão de crédito. Com isso, unidades credoras e devedoras passam a assumir posturas especulativas ou mesmo Ponzi, aumentando o risco de *default* e ultimamente aumentando a fragilidade do sistema financeiro (Dow, 1993).

A própria habilidade de contrair crédito é um dos principais motivos para a existência desses ciclos. Ao ter a possibilidade de se endividar, um agente aumenta a sua capacidade de comprar ativos. Como o preço dos ativos depende da sua demanda, a capacidade de endividamento de um agente influencia os limites da demanda por ativos e, conseqüentemente, as taxas de juros pagas sobre estes (Minsky, 1982). A ideia de ciclos de mudança na fragilidade financeira pode ser compreendida como uma generalização da teoria keynesiana de preferências de liquidez que extrapola o lado do ativo. No Tratado sobre a Moeda, a ideia de preferência por liquidez como exposta por Keynes estava atrelada quase que unicamente ao *tradeoff* entre rentabilidade e convertibilidade enfrentado por agentes financeiros. Partindo de Minsky e de Davidson, a teoria pós-keynesiana dá um peso mais significativo ao endividamento, ou seja, ao passivo. A postura dos agentes está mais relacionada ao equilíbrio entre o valor de seus ativos e seus passivos, ou

sua solvência, e à capacidade de pagamento de suas dívidas com o rendimento dos seus ativos, ou sua posição de liquidez. O endividamento influencia a demanda por ativos, que por sua vez determina o seu preço. Então, as condições por meio das quais agentes podem se endividar e o perfil dos seus passivos delimita a demanda por ativos, bem como seus preços e retornos. Assim, o entendimento da estrutura dos passivos do sistema financeiro é um passo importante para a compreensão da organização de uma economia e das formas de riqueza disponíveis para agentes financeiros (Carvalho, 1995).

Davidson (1978) afirma que a capacidade de liquidar dívidas é o que dá à moeda sua liquidez. Outros ativos que sejam aceitos como forma de pagamentos para dívidas também acabam por executar um papel similar ao da moeda em algumas condições. O que faz com que um ativo seja aceito como moeda, não é necessariamente a sua facilidade de conversão, mas sim sua capacidade de cumprimento de qualquer compromisso financeiro, independente das condições de mercado para esse ativo específico. A aceitação de um determinado ativo como moeda é determinada, em parte, pelo seu nível de risco, mas também pelos arranjos institucionais específicos que sustentam o sistema financeiro.

Diferentes ativos possuem níveis diversos de proximidade com a moeda, ou seja, possuem variados graus de liquidez, criando uma hierarquia. Para serem considerados moeda, esses ativos precisam ter o suporte de um *market maker* (formador de mercado) com credibilidade suficiente, como os bancos centrais. Esse suporte garante a sua convertibilidade e mitiga o risco associado a esses ativos, estabelecendo-os como moeda *de facto*. Numa economia monetária moderna, grande parte dos instrumentos financeiros com características de moeda é criada por agentes privados. A autoridade monetária garante a convertibilidade de passivos privados específicos – depósitos de bancos comerciais e, posteriormente, depósitos *repo* (Gabor; Vestergaard, 2016) – tornando-os equivalentes à moeda emitida por bancos centrais (Dow, 2017). Devido ao fato de que a oferta de moeda é majoritariamente composta por passivos do sistema bancário, e não do governo, a política monetária depende da mediação do sistema financeiro para que as decisões implementadas tenham efeito sobre a economia (Chick, 1979).

Conforme passivos bancários são progressivamente mais utilizados como moeda, a forma de atuação dos bancos centrais mudou. Chick (1993) afirma que para manter a confiança do sistema financeiro na convertibilidade de passivos bancários em moeda, bancos centrais passaram a sustentar o sistema bancário por meio da sua função como emprestador de último recurso, ao mesmo tempo em que impuseram restrições regulatórias e de supervisão. Isso marca o momento em que o banco central passa a ter como sua função principal assegurar a

estabilidade do sistema financeiro como um todo. O aumento de confiança – e apoio dos bancos centrais – nos passivos bancários estimulou o surgimento e o crescimento de intermediadores financeiros não-bancários, que também possuíam a habilidade de negociar ativos líquidos e eram sujeitos a menos restrições regulatórias.

Ao longo do século XX, inovações nos mercados financeiros possibilitaram o crescimento de novos agentes financeiros. Esse rápido crescimento levou bancos tradicionais, que historicamente tinham modelos de negócios mais conservadores, a adotarem modelos mais arrojados e convergentes com o que era visto em instituições financeiras não-bancárias. Esse movimento deu origem a uma expansão do crédito, que por sua vez levou à imposição de requisitos de adequação de capital progressivamente mais rigorosos, algo que foi promovido por organizações internacionais como o Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements, ou BIS) a partir da década de 1980. O aperto regulatório que esses requisitos representavam encorajou maiores inovações nos mercados financeiros, dando origem a uma onda de titularização e criação de produtos derivativos que permitiram que bancos expandissem seus balanços sem que fosse necessário mobilizar mais capital (Dow, 2017).

O desenvolvimento do crédito titularizado representou um aumento na liquidez dos balanços dos bancos, acompanhando um aumento na atividade bancária fora do balanço. A atividade fora do balanço não só permite que os bancos se esquivem das restrições impostas a eles, como também que aumentem sua renda sem se sujeitar ao risco associado à posse de ativos em seus próprios balanços. Essas inovações em produtos financeiros acompanham uma maior propensão ao risco. Mas como esse movimento é apoiado pelo banco central, há uma menor necessidade de manutenção de grandes colchões de liquidez por parte dos bancos, o que aumenta o grau de fragilidade financeira (Chick, 1997). As inovações acompanharam uma diversificação nos tipos de instituições financeiras envolvidas no mercado financeiro global, permitindo que bancos tornem seus balanços mais ilíquidos. Seus ativos mais líquidos passam a ser distribuídos para instituições afiliadas, administrados por fora das folhas de balanço dos bancos. O crédito bancário passa a financiar crédito ao consumo e à especulação financeira por meio da venda de produtos financeiros advindos da titularização (Kregel, 2008).

Para De Paula e Alves Júnior (2020) a estratégia de gestão de ativos e passivos dos bancos muda de acordo com a sua preferência por liquidez, o que varia de acordo com os ciclos econômicos. Em fases expansionistas, os bancos respondem às perspectivas otimistas dos tomadores de crédito quanto à sua capacidade de sanar dívidas por meio de uma expansão da sua carteira de crédito, ou seja, do seu ativo. Isso implica que eles passam a priorizar a rentabilidade sobre a

liquidez, elevando prazos e dando preferência a ativos menos líquidos e mais arriscados, assumindo uma postura mais audaciosa, que os expõe a maiores riscos de juros, liquidez e crédito à medida em que se voltam a ativos com taxas de juros mais elevadas visando aumentar seus lucros. Porém, essa busca por maiores lucros não se restringe somente aos ativos dessas instituições: períodos de expansão são marcados por mudanças na forma com a qual bancos administram seus passivos. Isso se reflete em uma maior alavancagem, que vem não só do aumento na utilização de recursos de terceiros, mas também da mudança na estrutura dos seus passivos, o que é comumente feito via introdução de novos produtos financeiros (Chick, 1997).

Além de permitir que os bancos contornem restrições regulatórias, as inovações financeiras aumentam a sua capacidade de atender a expansão na demanda por crédito que acompanha períodos de expansão econômica. Já em fases de contração, os bancos tendem a adotar estratégias mais defensivas, expressando sua preferência por liquidez ao focar em ativos mais líquidos. A postura mais cautelosa se expressa em uma redução na oferta de crédito aos seus clientes e pode acabar intensificando a contração econômica. Com isso, há uma redução na alavancagem devido ao risco de *default*, uma diminuição no descasamento entre a maturidade dos seus ativos e passivos e um aumento nos colaterais e taxas de juros exigidos (Dow, 1995; De Paula; Alves Júnior, 2020).

Dow (1995) discute como a dinâmica da preferência por liquidez assume características específicas em economias periféricas. Generalizando a estrutura econômica de países periféricos, a autora afirma que as características comumente vistas entre essas economias são um grau alto de abertura econômica; relativa dependência na produção de bens primários; receitas de exportações voláteis e termos de troca que se deterioram ao longo do tempo; uma alta participação de empresas de propriedade estrangeira na economia; e baixa renda e riqueza per capita. Essa estrutura intensifica a fragilidade financeira ao gerar problemas de fluxo de caixa. A dependência na exportação de produtos primários, como *commodities*, evidencia a volatilidade dos ciclos, pois quando os mercados para esses produtos estão em alta o retorno esperado dos investimentos aumenta, levando a um aumento na entrada de capital internacional sob a forma de investimento direto. Porém, a instabilidade das receitas desse tipo de exportação se reflete na volatilidade do retorno esperado nos investimentos, e consequentemente nesses fluxos de capital, o que se agrava em momentos de contração econômica (Levy-Orlik, 2010).

Dow (1995) também afirma que a volatilidade dos fluxos de capital se traduz também em uma preferência por ativos mais líquidos, pois há pouca confiança nos retornos de ativos menos líquidos. Por conta da falta de confiança, é comum que haja uma preferência por manter ativos

em bancos estrangeiros, o que aumenta a vulnerabilidade a fugas de capital e impede o desenvolvimento de sistemas bancários nacionais. Porém, mesmo que países periféricos sejam de fato mais financeiramente frágeis em decorrência da volatilidade dos fluxos de capital, a generalização de que há uma inibição ao desenvolvimento de sistemas financeiros ou bancários nacionais negligencia a existência de caminhos de desenvolvimento distintos que resultam em estruturas produtivas e financeiras variegadas (Alami et al., 2023).

3 ABORDAGENS TEÓRICAS À EVOLUÇÃO RECENTE DO SISTEMA FINANCEIRO

3.1 DA LIQUIDEZ À EMERGÊNCIA DOS SHADOW BANKS

Partindo das abordagens explicitadas na seção anterior, a abordagem chamada de *Money View*, desenvolvida por Mehrling (2000), apresenta uma perspectiva fundamental para a compreensão dos sistemas financeiros do século XXI e das crises que os têm abalado ao longo dos últimos vinte anos, tendo como ponto de partida a hipótese de instabilidade financeira de Minsky e a concepção pós-keynesiana de liquidez.

Esta abordagem se baseia em duas concepções distintas da atividade bancária para estabelecer uma síntese que se aproxime mais à sua função atual. A primeira é a definição que tem origem nas ciências econômicas, segundo a qual os bancos são vistos como um sistema de pagamentos. Desse ponto de vista, as perspectivas para o presente vêm de decisões de investimento em bens de capital tomadas no passado. A segunda se origina nas finanças, que foca na perspectiva de determinação do preço de ativos com base na expectativa de valorização futura, que é como a atividade bancária é vista pelos mercados financeiros. A *Money View* tenta unir temporalmente essas duas perspectivas, considerando que a quantia necessária para realizar – no presente – investimentos com perspectiva de valorização no futuro vem de investimentos em bens de capital feitos no passado (Mehrling, 2011).

Mais importante aqui, porém, é o fato de que tanto na concepção das “finanças” quanto na das “ciências econômicas” a moeda é abstraída, sendo tratada como um “véu” sob o qual a verdadeira substância das relações econômicas se esconde, ignorando o mecanismo sofisticado por meio do qual fluxos financeiros surgem para cumprir compromissos, que por sua vez é tido como algo natural. Já a *money view* tem como foco esse mecanismo, posicionando a moeda em primeiro plano e tratando a economia – e o mundo como um todo – como uma cadeia de promessas de pagamento interligadas, cujos preços são determinados pelo sistema financeiro. Este último é composto por diversas instituições financeiras, que atuam como *dealers*, emprestando e tomando títulos emprestados em um mercado composto por instituições financeiras, sendo contido pelas restrições de liquidação, ou seja, pela habilidade deste mercado de combinar oferta e demanda por liquidez (Mehrling, 2011). Esse ponto de vista é fundamental para a compreensão do sistema financeiro no contexto de uma economia global financeirizada.

O cenário atual é um no qual a rede de compromissos de pagamento que compõe o sistema de crédito tem como principal ambiente o mercado monetário, no qual grandes volumes de produtos financeiros baseados em dívida e de prazos muito curtos se combinam com fluxos

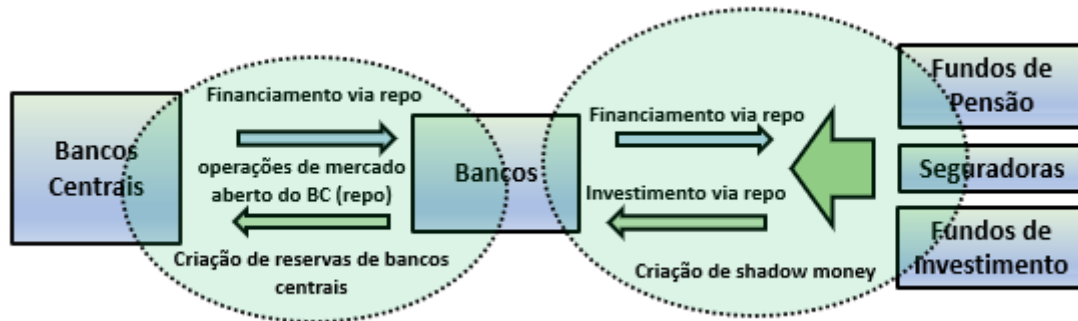
para o cumprimento de compromissos financeiros. A construção dessa rede de promessas, apesar de ser fundamentalmente interna ao setor privado, é alicerçada na estrutura que é coordenada – mesmo que de forma cada vez mais tênue - pelo banco central. Nos dias de hoje, o financiamento de quase todo o sistema financeiro ocorre através de dois mercados, que apesar de distintos, são profundamente relacionados. O primeiro é o mercado de *repo*, no qual instituições financeiras negociam empréstimos colateralizados por títulos – públicos ou privados – de modo que satisfaça suas necessidades imediatas de liquidez. O segundo é o mercado de títulos da dívida pública. Esses títulos são considerados os títulos mais seguros do mercado, por possuírem a garantia de que, em último caso, o governo irá honrar seus compromissos no prazo de vencimento, pagando seu valor nominal e os juros. Devido a essa segurança – e à maior estabilidade dos seus preços – esses títulos são comumente utilizados como colateral – ou garantia – para operações *repo*.

Tanto o mercado de *repo* quanto o de títulos da dívida pública têm como característica o envolvimento crescente de instituições financeiras não bancárias. Conforme esses mercados se tornam mais relevantes para a economia como um todo, envolvendo o mercado de títulos da dívida pública emitidos por tesouros nacionais e geridos por bancos centrais, esses últimos passam a recorrer a esses mercados para a transmissão das decisões de política monetária. O banco central passa a ter o mercado de *repo* como principal forma de execução das suas operações de mercado aberto, gerindo a liquidez do sistema financeiro por meio de operações *repo* com bancos utilizando títulos da dívida pública como colateral. Esses títulos são emitidos pelo tesouro e negociados por bancos centrais como colateral para operações *repo* com bancos tradicionais, que por sua vez utilizam esses títulos como colateral, tanto em operações com o banco central, quanto com outras instituições financeiras. Em transações com outras instituições financeiras, títulos da dívida pública também são comumente utilizados como colateral, devido à sua estabilidade e garantia de pagamento. Assim, esses títulos acabam servindo como o alicerce do sistema financeiro como um todo (Pozsar; Singh, 2011).

Nessa configuração, o banco central assume a função de criar e controlar mercados de colateral estável e livre de risco para todo o restante do sistema financeiro (Pozsar; Singh, 2011). Na sua conexão com bancos e – indiretamente - com o banco central, os passivos utilizados por instituições financeiras não-bancárias, que são altamente líquidos e podem ser utilizados para o cumprimento de compromissos financeiros, acabam assumindo um caráter próximo ao da moeda (Figura 01). Mesmo que não possam servir como meio de pagamento *per se*, sua elevada liquidez significa que eles podem ser quase instantaneamente convertidos – em seu valor

nominal – em moeda propriamente dita. Devido à sua capacidade de ser utilizado de forma análoga à da moeda, o crédito criado através da intermediação dessas instituições pode ser chamado de “*Shadow Money*” (Poszar, 2014; Mitchell; 2017; Gabor; Vestergaard, 2016).

Figura 1 - Interação entre diferentes tipos de instituições nos mercados de *repo*



Fonte: Elaboração própria

As instituições envolvidas na criação de *shadow money* são comumente chamadas de *shadow banks*. Esse termo foi utilizado pela primeira vez por McCulley (2007) em um discurso no Federal Reserve de Kansas City para descrever as inúmeras instituições financeiras não bancárias que atuavam com transformação de maturidades, assim como os bancos. Porém, enquanto nos bancos esse processo se dá por meio do financiamento do crédito - de longo prazo – por meio de depósitos - de prazos curtos, as instituições que compõem o *shadow banking* financiam a compra de ativos com maturidades longas por meio do mercado monetário, no qual elas se financiam utilizando empréstimos de curto prazo. O que dá ao *shadow banking* o seu caráter “sombrio” é o fato de não estar sujeito à legislação e à regulação bancária tradicional, não ter acesso ao banco central como prestador de último recurso e não dispor de depósitos assegurados, estando assim nas sombras do sistema bancário tradicional (Nesvetailova, 2017).

Essa descrição inicial, apesar de não se propor a definir as instituições e instrumentos que compõem o *shadow banking*, deu o pontapé inicial para a literatura sobre o tema. Ao enfatizar o caráter desregulado e não assegurado dessas instituições e instrumentos, essa descrição teve algumas implicações para a literatura surgente, particularmente no que diz respeito às diferenças entre o *shadow banking* e os bancos. Do lado do ativo, essas diferenças se concentram no uso de títulos transacionáveis pelo primeiro, enquanto os segundos se concentram em empréstimos *hold-to-maturity*. Do lado do passivo, o *shadow banking* se financia por meio do mercado monetário, enquanto os bancos se apoiam em depósitos. Por último, e talvez a diferença fundamental entre essas duas classes de agentes no sistema

financeiro está o acesso aos recursos do banco central: o *shadow banking* é composto por intermediários financeiros não-bancários altamente alavancados que não têm a liquidez e a retaguarda de crédito do banco central ao seu dispor (Pozsar, 2017).

A atenção da literatura, das instituições reguladoras do sistema financeiro e de organizações multilaterais como o Banco Mundial passa a se voltar para o *shadow banking* após a Crise Financeira Global. Isso se deve à influência dos *shadow banks* na bolha especulativa que levou ao estopim dessa crise (Tooze, 2018). Esses agentes, porém, têm sua origem nas transformações estruturais na atividade bancária - principalmente no que se refere à intermediação de crédito - que ocorrem a partir da onda de mudanças regulatórias nos mercados financeiros a partir do início da década de 1980 (Nesvetailova, 2017). Um fator que teve impacto significativo no crescimento do *shadow banking* foi a mudança estrutural na atividade bancária. Os bancos passam do seu modelo de operação e extensão de crédito tradicional (*originate-to-hold*), centrado na coleta de depósitos para financiar a concessão de crédito, para o modelo *originate-to-distribute* (OTD), no qual o crédito concedido é transacionado no mercado secundário sob a forma de títulos, permitindo a transferência (venda) do risco de crédito para terceiros e a expansão dos seus balanços (Bord; Santos, 2012) e envolvendo a participação de novas instituições e agentes cujo foco é administrar esse risco (Nesvetailova, 2017).

A mudança para o modelo OTD, em conjunto com as mudanças regulatórias no sistema financeiro, estimulou o avanço da titularização, e devido à necessidade de existência de um mercado secundário com quem os bancos negociavam esses títulos, instituições como fundos de pensão, investimento, *hedge* e mercado monetário passaram a ganhar mais relevância. Outra mudança significativa impulsionada pela nova estrutura do mercado financeiro que se formava foi uma mudança radical nos mecanismos de financiamento dos bancos, notadamente, a dependência cada vez maior no mercado de *repo* e uma relação cada vez mais profunda com a rede opaca de instituições financeiras não bancárias: os *shadow banks*.

As mudanças no modelo de operação e na estrutura regulatória do sistema financeiro (acordos de Basileia) tiveram o objetivo de recompensar a presença de ativos menos arriscados nos balanços dos bancos, estimulando que bancos realizassem manobras contábeis para eliminar – ou camuflar – ativos arriscados dos seus balanços. A titularização, prática que consiste no agrupamento de dívidas em títulos comercializáveis negociados no mercado de capitais para que os riscos sejam distribuídos entre diversos investidores, se torna uma prática comum entre instituições financeiras (Chick, 2008). Essa prática permitiu que uma indústria voltada para a identificação e comercialização de ativos cada vez mais arriscados, permitindo que bancos se

envolvessem em operações, por sua vez, ainda mais arriscadas, sem que esse risco permanecesse sob sua responsabilidade. O avanço da titularização foi um dos principais causadores da Crise Financeira Global, responsável não só pelo seu estopim – a bolha das hipotecas *subprime* – mas também para o seu contágio, visto que os riscos associados a ativos arriscados estavam distribuídos por todo sistema financeiro global sob a forma de títulos (Tett, 2009).

O fator de contágio associado à titularização chamou a atenção dos reguladores, levando à modificação das regras de contabilização de veículos extrapatrimoniais (que incluem qualquer tipo de dívida titularizada) a partir dos acordos de Basileia III, de forma que inibissem a titularização desenfreada (Adrian; Ashcraft, 2012). Porém, essas mesmas mudanças regulatórias que visavam controlar a titularização, a alavancagem e a manipulação contábil que haviam contribuído para a gravidade da crise acabaram por legitimá-las. Ao tentar reduzir a dependência das instituições financeiras não bancárias nos bancos, os *shadow banks* acabaram por se tornar mais autônomos.

A definição do termo *shadow banking* é difusa, podendo ser relacionado tanto às atividades de intermediação no mercado monetário e transformação de crédito, mesmo que realizadas por bancos “tradicionais”, quanto para definir a miríade de instituições financeiras não-bancárias emergentes que atuam em transformações de crédito e se financiam por meio do mercado monetário (os ditos *shadow banks*) (Nesvetailova, 2017). Porém, além de ser difuso, esse conceito é construído baseado na estrutura do sistema financeiro dos EUA, cuja organização específica tem particularidades que não se refletem em outras economias. Mesmo que diversas economias tenham adotado práticas progressivamente mais *market-based* ao longo dos últimos trinta anos, sua organização, regulação, agentes e práticas divergem do que é visto nos EUA. Diferenças na estrutura do sistema financeiro implicam que as instituições e agentes considerados como *shadow banks* nos EUA não necessariamente serão os mesmos ao redor do globo.

A Financial Stability Board (FSB) elabora, anualmente, relatórios globais de monitoramento de intermediação financeira não-bancária (Non-Bank Financial Intermediation ou NBFIs), ou seja, de monitoramento do *shadow banking*. Esses relatórios analisam o desenvolvimento das instituições financeiras não-bancárias em 29 economias, que correspondem a cerca de 80% do PIB global em termos de ativos sob gestão. Ao determinar quais instituições são contabilizadas em cada economia, é possível compreender que o que pode (ou não) ser considerado um *shadow bank* depende de características institucionais e regulatórias de cada sistema financeiro. Existe

uma classificação mais ampla, e uma mais restrita. No segundo caso, algumas características de instituições financeiras são reconhecidas como fatores que identificam NBFi pela FSB.

A primeira característica é ser um veículo de investimento coletivo com características que o tornem vulnerável a “corridas ao banco”, ou seja a um aumento súbito em saques por incerteza quanto à liquidez da instituição, o que ocorre por exemplo quando há uma discrepância significativa entre seus passivos e ativos de curto prazo; concessão de crédito dependente de financiamento de curto prazo. A segunda é o fato de ter sua intermediação no mercado dependente de financiamento de curto prazo ou de financiamento titularizado de ativos de clientes. Terceiro, a realização de facilitação de intermediação de crédito e intermediação de crédito e financiamento de entidades financeiras baseadas em titularização. Essas características apenas dão as linhas gerais das possíveis atividades realizadas por *shadow banks*, pois as instituições específicas que realizam cada atividade variam de acordo com a estrutura regulatória de cada país. Além disso, a constante inovação e a natureza dinâmica do setor financeiro não-bancário implicam que um sistema de classificação mais rígido seria incapaz de capturar as constantes mudanças no setor (FSB, 2022).

Nesse sistema de classificação, instituições financeiras podem se enquadrar em uma ou mais funções. São excluídas instituições que não são parte de uma cadeia de intermediação de crédito, ou que fazem parte, porém não participam ativamente de transformação de maturidade/liquidez ou não utilizam alavancagem. Tipicamente, também são excluídas instituições que fazem parte de conglomerados bancários, por se enquadrarem – em alguns casos – à regulação e à supervisão bancária (FSB, 2022). Logo, nessa definição estrita, as instituições que fazem partes de conglomerados, porém ainda participam de todas as atividades descritas seriam excluídas.

Esses parâmetros de exclusão podem acarretar dificuldades, tanto no que diz respeito à regulação quanto à compreensão do escopo do *shadow banking*. Em muitas economias, as atividades descritas pelo FSB são majoritariamente realizadas por instituições ligadas ao sistema bancário tradicional. Uma definição estrita, mesmo que possibilite uma elaboração mais eficiente de políticas direcionadas ao setor, acaba por se prender excessivamente em definições técnicas e eventualmente falhando em reconhecer as diferentes configurações assumidas por *shadow banks* ao redor do globo (Ban; Seabrooke; Freitas, 2016). A exclusão de instituições que fazem parte de grandes conglomerados – mesmo que não sejam controlados por bancos – reflete um ponto de vista centrado na organização de mercado financeiro dos EUA. Além de se prender em uma estrutura institucional que não se traduz perfeitamente fora do contexto

americano, fazer parte de um conglomerado não implica necessariamente que a estrutura de regulação bancária engloba essas instituições. Ou seja, mesmo sendo parte de um conglomerado, essas instituições ainda são capazes de estender crédito enquanto evitam as restrições de capital e liquidez impostas aos bancos (Mitchell, 2017).

Para Gabor (2013), a distinção entre o setor bancário tradicional e os *shadow banks* com base no tipo de instituição é uma questão problemática. A autora argumenta que a distinção deveria ser feita com base no tipo de atividade realizada. Ao distinguir com base no tipo de instituição, acaba-se por relevar – ou não contabilizar – a proporção de *shadow banking* que na verdade é realizado nos balanços de instituições bancárias. O que deve ser considerado são as atividades de titularização de crédito realizada por meio de diferentes veículos e a intermediação e gestão de colateral (Claessens et al., 2012).

Conforme inovações e técnicas de gestão mais sofisticadas se desenvolvem, o setor bancário também se beneficia, com grande parte do setor se tornando conglomerados dos quais diversos tipos de instituições fazem parte. A intermediação de crédito feita por meio de conglomerados permite que bancos utilizem uma variedade de técnicas de titularização e de administração de ativos fora de seus balanços para estender crédito sem que precisem ter uma quantidade correspondente de capital nos seus balanços. Os conglomerados financeiros realizam atividades de *shadow banking* através de subsidiários como fundos de investimento, que não estão sujeitos a supervisão e controle tão rigorosos quanto os bancos que controlam o conglomerado (Pozsar; Adrian; Ashcraft; Boesky, 2013). Isso marca uma evolução do sistema de crédito, que antes se apoiava em instituições específicas e agora se apoia em processos que envolvem uma rede complexa de bancos, *shadow banks* e outros agentes. Essa rede é financiada majoritariamente por operações colateralizadas de curtíssimo prazo no mercado monetário (Gabor, 2013; Sissoko, 2020). O envolvimento de bancos “tradicionais” na configuração atual do sistema financeiro é menos direto, porém toda a rede de instituições e agentes – os demais envolvidos nos conglomerados financeiros – dependem da existência de bancos comerciais, pois são estes que possuem acesso aos recursos do banco central e aos seguros sobre depósitos (Pozsar; Adrian; Ashcraft; Boesky, 2013).

No geral, quatro aspectos são considerados essenciais para que uma instituição financeira seja considerada um *shadow bank* (Kodres, 2013): a transformação de maturidade, que consiste na utilização de passivos de curto prazo para financiar a provisão de crédito de longo prazo; a transformação da liquidez, que implica num processo de compra de ativos pouco líquidos financiada por passivos com um grau de liquidez elevado; a alavancagem decorrente da

utilização de instrumentos que aumentam retornos potenciais; e a transferência do risco de crédito (Poszar, 2013; FSB, 2022).

Pozsar (2014) afirma que o sistema de *shadow banking* pode ser definido como financiamento de crédito ao mercado de capitais via financiamento no mercado monetário. Ele se dá com base na interação entre diferentes agentes nos mercados financeiros, porém, nenhum deles pode ser considerado um *shadow bank*. Todas as partes desse sistema são instituições que já existem e têm nomes e papéis definidos: Bancos, fundos de diversos tipos e *pools* de capital. É a partir da totalidade das suas interações que se cria crédito, se transforma liquidez e maturidades de forma similar ao que anteriormente era realizado exclusivamente pelos bancos “tradicionais”. Porém, no sistema de *shadow banking*, cada participante é responsável por apenas uma pequena fração dessas atividades. O *shadow banking* é realizado nos mercados financeiros, tomando forma nas folhas de balanço de instituições que atuam como *dealers*. Anteriormente, as atividades de intermediação ocorriam de forma interna ao balanço de um único banco.

A abordagem chamada de *Critical Macro-finance* (CMF) elabora sobre a questão da liquidez descrita pela *Money View*, integrando-a à estrutura de subordinação financeira explorada pela Economia Política Internacional (Gabor, 2016; 2020; Dutta et al, 2020). Ao enfatizar o papel dos mercados de *repo*, a CMF tenta criar uma estrutura de análise dos mercados financeiros que condiz com o contexto atual. Partindo da tendência de americanização das finanças globais da literatura da Economia Política Internacional, a CMF argumenta que a posição do dólar no topo da hierarquia monetária internacional, em conjunto com o poder estrutural do país, contribui para a “exportação” do modelo das finanças dos EUA – considerado um modelo *market-based*² – para o resto do mundo. Além de adotar a perspectiva minskyana de que a economia pode ser interpretada como uma série de folhas de balanço interconectadas, a CMF tem como base teórica a hipótese de instabilidade financeira. Seguindo esta linha de pensamento, esta abordagem analisa a forma com a qual as novas dinâmicas de liquidez – que emergem como folhas de balanço conectadas de forma hierárquica - relacionadas ao surgimento de novos

² 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).

agentes e produtos financeiros, acabam por causar fragilidade financeira e aumentar a propensão a crises (Gabor, 2020).

A estrutura teórica da literatura pós-keynesiana, que põe a liquidez e a qualidade de ativos em uma posição central, fornece uma base fundamental para a análise de novos agentes, produtos, e transações financeiras na qual foca a CMF (Dutta et al, 2020). Como o surgimento desta abordagem está relacionado às tendências que influenciam os mercados financeiros após a Crise Financeira Global de 2008, o mercado de *repo* e os mercados de colateral subjacentes a ele são o seu principal objeto de análise. O foco na liquidez e na qualidade de ativos é, então, fundamental, pois diferentemente do que ocorre com formas de financiamento tradicionais – como depósitos - o financiamento baseado em instrumentos relacionados ao mercado de *repo* estão sujeitos a uma maior volatilidade. Essa volatilidade, por sua vez, está associada à variação de preços *mark-to-market*³ e a *margin calls* que – em um sistema financeiro altamente interconectado – podem levar a crises que comprometem o sistema como um todo (Sissoko, 2020). Devido ao fato de o colateral estar sujeito a *haircuts* na maioria dos casos, um sistema financeiro que baseia o próprio financiamento em instrumentos relacionados ao mercado de *repo* acaba se tornando mais vulnerável à escassez de liquidez (Sissoko, 2020).

Essa vulnerabilidade, porém, não ocorre uniformemente, com países menos afetados por essa escassez passando por crises mais severas. Mesmo que a abordagem da CMF foque nas mudanças nas tendências dos mercados financeiros e em decisões de política monetária, ela não desconsidera a economia como um todo. A questão central é que ao posicionar os processos internos das finanças no cerne da análise, essa abordagem evita o problema comum na literatura heterodoxa de homogeneizar as finanças como algo à parte da “economia real”, sendo encarada apenas como um processo especulativo (Christophers, 2015).

Além de ativos titularizados, esses grandes investidores institucionais têm se voltado cada vez mais aos chamados ativos financeiros alternativos. Eles incluem ativos “reais”, ou seja, qualquer ativo que saia do escopo tradicional das finanças. Essa categoria inclui infraestrutura, habitação, saúde e educação, sistemas físicos necessários para a reprodução social. Conforme esses agentes controlam – direta ou indiretamente – esses ativos, maior a sua influência na vida da sociedade como um todo. Esse crescimento é um reflexo de um Estado que se volta à

³ Mark-to-market, ou marcação ao mercado, se refere à contabilização de um ativo e passivo no balanço de uma instituição com base no seu preço de comercialização no mercado. Assim, mudanças nas condições do mercado levam a alterações nos balanços de firmas (Allen; Carletti, 2008).

privatização de serviços principalmente no regime de Parcerias Público-Privadas (PPPs). Isso vem com um enorme custo social, pois além de tenderem a cortar gastos e aumentarem preços ao máximo para maximizarem o lucro do investimento, a aversão ao risco desses agentes se reflete em um cenário no qual esse risco é assumido pelo Estado e pela população (Christophers, 2023).

A necessidade crescente de instituições financeiras não-bancárias acessarem novos instrumentos financeiros levou a um aumento da sofisticação do mercado de títulos e ao desenvolvimento de produtos – e mercados – cada vez mais complexos. Isso pode ser exemplificado com o *boom* de crédito que antecede à Crise Financeira Global. No final da década de 1990, bancos introduzem a ideia de diluir o risco de *default* em empréstimos por meio da criação de derivativos de crédito (por exemplo CDS, ou *Credit Default Swaps*)⁴. Produtos financeiros titularizados complexos permitiram a colossal expansão do crédito, mas exacerbaram a fragilização e a interconexão entre diferentes agentes no sistema financeiro. A comercialização desses produtos financeiros aumentou a participação de novos agentes financeiros no mercado interbancário, principalmente pelo fato de serem construídos e comercializados por meio de Special Purpose Vehicles (SPVs)⁵, ou veículos de propósito específico (Poszar et al, 2010). SPVs facilitam que bancos realizem atividades de intermediação financeira sem que sejam contabilizadas nos seus balanços, permitindo a participação desses últimos em atividades de intermediação financeira que estariam fora do seu alcance de outra forma (Kregel, 2008). Dessa forma, se vê que bancos “tradicionais”, desde antes da Crise Financeira Global, buscavam (e encontravam) instrumentos por meio dos quais poderiam participar de atividades de intermediação financeira geralmente associadas com instituições financeiras não-bancárias (Cerutti; Claessens; Ratnovski, 2014).

⁴ Um *Credit Default Swaps* (CDS) consiste em um acordo entre bancos no qual um banco compraria, nas mãos de um outro, um derivativo de crédito que funciona de forma similar a uma apólice de seguro. O banco comprador do derivativo pagaria uma taxa ao vendedor para garantir que se um determinado empréstimo do qual fosse credor incorresse em *default*, o banco que vendeu o derivativo restituiria essa quantia. Dessa forma, o banco que comprou o derivativo de crédito teria o benefício de uma redução no risco do seu ativo, encorajando uma expansão na concessão de crédito. O banco que vendeu o derivativo de crédito assume o risco da operação, sendo compensado por isso por meio da taxa paga pelo comprador (Tett, 2009).

⁵ SPVs são entidades legais associadas a bancos, criadas por eles numa tentativa de realização de arbitragem regulatória face aos crescentes parâmetros de regulação e supervisão bancária. Como instituições financeiras não-bancárias estavam sujeitas a menos restrições, a sua relevância vinha crescendo. A resposta dos bancos “tradicionais” a esse movimento foi a criação de SPVs. Bancos criam essas entidades e “vendem” produtos financeiros dos seus balanços para elas (Braun, 2020). Por possuírem balanços separados, SPVs permitem que os bancos incorram em riscos maiores com riscos de insolvência mínimos (Gorton; Metrick, 2012).

As atividades de *shadow banking* podem ser resumidas como “financiamento de crédito para o mercado de capitais via mercado monetário” (Mehrling et al., 2013, p. 2). Isso envolve a criação e comercialização de produtos financeiros uniformizados com variados graus de liquidez e risco, atendendo às necessidades de diversos tipos de investidores institucionais que vão desde os mais conservadores fundos de pensão aos fundos de cobertura mais propensos ao risco, que alimenta e é alimentado pelo crescimento dos mercados de balcão⁶ (Musthaq, 2021). Esses agentes contribuem para a transformação fundamental que ocorre no mundo das finanças a partir do processo de liberalização e re-regulação da década de 1980. As finanças são reorganizadas em torno dos mercados de títulos e derivativos (Braun; Gabor; Hübner, 2018), saindo do que era essencialmente um mercado de crédito interbancário para transações de títulos em mercados cada vez mais colateralizados e complexos (Andrade; Prates, 2013).

No Brasil, a expansão do *shadow banking* é comumente atribuída ao direcionamento dos fluxos de capital internacionais à periferia devido à política monetária expansionista aplicada pelos países centrais após a Crise Financeira Global de 2008. Esse processo transformou as economias emergentes em fornecedoras importantes de ativos financeiros lucrativos para investidores institucionais globais sob a forma de títulos da dívida. Grandes fundos de investimento e pensão globais teriam, então, tido um papel central no direcionamento de liquidez a essas economias, canalizando fundos aos mercados emergentes por meio de grandes gestoras de ativos institucionais. Entre a Crise Financeira Global e 2014, a liquidez administrada por essas instituições chegou a corresponder a 80% dos fluxos que adentravam economias da periferia do capitalismo (Musthaq, 2021). Porém, esse ponto de vista acaba por considerar o desenvolvimento e a expansão do *shadow banking* na periferia como uma simples consequência do processo ocorrido no centro. É verdade que o papel do cenário internacional e da internacionalização das finanças é importante, mas não se pode ignorar a capacidade de operação dos sistemas financeiros das economias em desenvolvimento e emergentes, assim como seus próprios processos internos que propiciaram o desenvolvimento desses mercados.

O processo de transformação das finanças é comumente tido como uma crescente dissociação da chamada “economia real”. A argumentação está focada em que numa economia global financeirizada, os mercados financeiros se afastam do financiamento de investimento produtivo

⁶ Mercados de balcão, ou *over-the-counter* (OTC) são o segmento do mercado de capitais no qual ativos como títulos, futuros de commodities ou valores mobiliários são negociados de forma direta, geralmente entre instituições financeiras. As exigências para a negociação de títulos nos mercados OTC são, de modo geral, menores que as exigidas em bolsas de valores, estimulando o crescimento de variadas instituições financeiras não-bancárias (Duffie, 2011).

ou nas necessidades de crédito de companhias, e se voltam à manutenção de produtos para que mantenham sua rentabilidade e sua razão entre risco e retorno previsíveis. Isso implica que, enquanto se desenvolvem, as finanças se afastam da produção para se tornarem um processo endógeno (Musthaq, 2021). Porém, esse ponto de vista falha em considerar que essa expansão se reflete também em uma maior influência no restante da economia. Isso vai desde produtos financeiros relacionados a atividades produtivas, como é o caso de derivativos de commodities, até uma influência direta na política fiscal e monetária. A reconfiguração das finanças e de seus agentes é acompanhada por uma reconfiguração do papel do Estado no que diz respeito à política fiscal e à política monetária (Gabor, 2021).

Os títulos da dívida pública são, atualmente, o colateral mais seguro e estável – de melhor qualidade – para as transações que alicerçam o Sistema Financeiro Global atual. Os bancos centrais, como emissores dos títulos, têm então um papel central na estruturação desses mercados, fornecendo tanto a liquidez quanto a estrutura regulatória necessária para que essas instituições práticas consigam se sustentar. A transformação mais importante vem, porém, como uma mudança nas práticas de redução do risco de ativos (*de-risking*). Enquanto anteriormente esse era o papel dos fornecedores de liquidez, hoje a responsabilidade de garantir a segurança de ativos está cada vez mais associada a uma reconfiguração da política fiscal, fundamentada principalmente em Parcerias Público-Privadas e no selo de títulos ESG⁷. O Estado passa, então, a estimular - através da política fiscal – investimento em áreas que são supostamente de pouco interesse ao setor privado, emitindo e garantindo os títulos que financiam esses projetos de investimento (Gabor, 2021; Dafermos; Gabor; Mitchell, 2021). Nesse cenário, o banco central deixa de ter como principal função ser um emprestador de último recurso para assumir um papel de *market-maker* de último recurso (Sissoko, 2020).

3.2 A EMERGÊNCIA DE UMA NOVA CONCEPÇÃO DE MOEDA E SUA RELAÇÃO COM O ESTADO

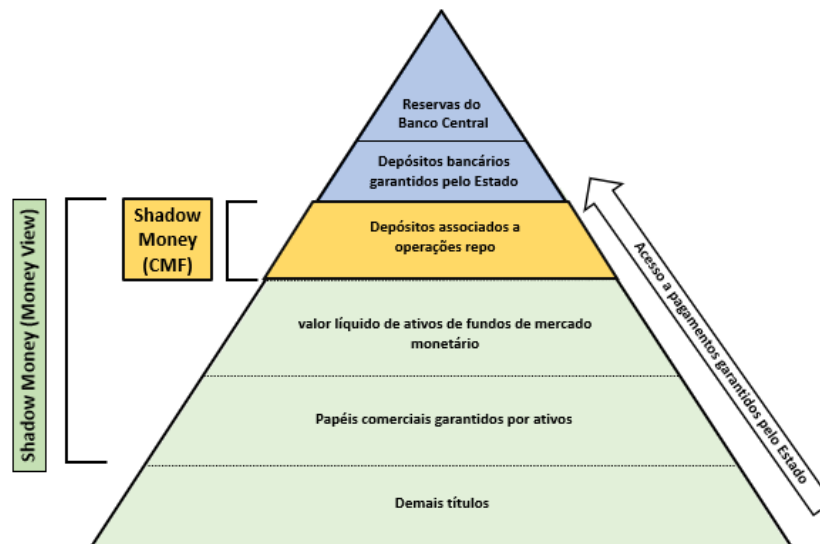
A análise da Money View e CMF sobre agentes financeiros e Estados decorre de um entendimento específico sobre a moeda e suas características. A CMF segue a linha do trabalho desenvolvido por Pozsar (2014) e Mehrling et al. (2013), considerando que as *repo* e o valor líquido dos ativos de fundos do mercado monetário constituem um novo tipo de moeda sob a forma de moeda de *shadow banking*, cuja criação não envolve somente o Estado e os bancos,

⁷ Investimento ESG (Environmental, Social and Governance) se refere ao investimento voltado às áreas ambiental, social ou de governança corporativa, obedecendo diretrizes ou critérios estabelecidos por governos ou agências reguladoras (HALBRITTER; DORFLEITNER, 2015).

mas também as instituições financeiras não bancárias que compõem o *shadow banking* (Gabor; Vestergaard, 2016). Essas instituições, como participantes ativas do mercado de *repo*, criam moeda sob a forma de crédito ao fornecerem tanto liquidez quanto colateral de alta qualidade (Mitchell; Toporowski, 2013).

A definição de moeda utilizada aqui é, então, a de moeda como crédito, englobando qualquer passivo que possa ser transacionado. Nessa categoria por si só, diversas formas de moeda estão inseridas, em uma hierarquia organizada de acordo com a sua liquidez. Devido a essa estrutura hierarquizada, esses diferentes tipos de moeda estão restringidos pela quantidade de moeda disponível em formas mais líquidas, que se encontram em uma posição mais elevada nessa hierarquia (Figura 02). Em ordem de liquidez, o topo dessa hierarquia seriam as reservas criadas pelo Estado, seguidas pelos depósitos bancários, valor líquido de ativos de fundos de mercado monetário, títulos comerciais garantidos por ativos (*Asset-Backed Commercial Papers*) e outros títulos privados, isso levando em conta a forma com a qual os mercados financeiros se organizam nos EUA. As *repo* estão em uma posição particular, pois mesmo estando logo abaixo das reservas criadas pelo Estado no que diz respeito à sua liquidez, o mercado de *repo* como um todo depende intensamente do mercado de títulos para servirem de colateral.

Figura 2 – Hierarquia de liquidez de acordo com a Money View e a Critical Macro-Finance



Fonte: Adaptado de Gabor e Vestergaard (2016)

A incerteza inerente às relações de crédito, que está constantemente presente nesta hierarquia, é controlada pelo banco central via sua interação com o restante do sistema financeiro. O banco central é responsável pela construção e suporte de mercados nos quais os principais agentes são

instituições financeiras, tanto bancárias como não-bancárias. O banco central deixa de ter um papel somente de emprestador de último recurso para exercer um papel de *dealer* e de *market-maker* de último recurso nos mercados de *repo* e de títulos públicos, resultando em um cenário que pode ser descrito como a implementação de governança transacional (Braun; Gabor; Hübner, 2018; Braun, 2020).

Por meio dessa atuação, o papel de criação de moeda sob a forma de crédito é expandido, extrapolando o âmbito de criação monetária discutido pelos pós-keynesianos e pelos teóricos da Teoria Monetária Moderna, cujo foco em Estados e bancos por vezes desconsidera a emergência e aceitação de novas formas de moeda ou instrumentos quase-equivalentes a ela. Conforme o mercado de títulos se torna um elemento fundamental da criação de liquidez, novos agentes financeiros – por meio das atividades de *shadow banking* – passam a ter o poder de criação monetária. Essa criação monetária se dá por meio de depósitos *repo*, que, devido a sua liquidez e garantias do Estado, têm um caráter similar aos depósitos do banco central e, portanto, à moeda fiduciária. É importante ressaltar que, mesmo que a criação monetária via *shadow banking* seja uma característica cada vez mais presente numa economia global na qual as finanças são *market-based*, tanto os bancos quanto o Estado são fundamentais para essa forma de criação de moeda, pois são eles os *dealers*, emissores e seguradores do mercado de *repo* (Gabor, 2021).

O foco no crédito hierarquizado e nas suas diferentes formas de circulação, comercialização e criação por parte de diferentes agentes, além da dependência na autoridade estatal, faz com que a abordagem da CMF enfatize a liquidez ao explorar os pormenores das finanças. As crises em uma economia *market-based* se originam, então, no “encanamento” do sistema financeiro, onde as hierarquias monetárias se expandem e contraem de forma cíclica, alternando entre propensão e aversão ao risco (Gabor, 2020; Gabor; Vestergaard, 2016). As crises também acabam por testar os compromissos de crédito e a credibilidade das instituições que o controlam, enfatizando o quão frágeis são as promessas que o constituem (Gabor; Vestergaard, 2016). Como o foco dessa abordagem é a esfera financeira, as crises que se iniciam em outras esferas são também vistas sob o prisma das finanças, sendo encaradas como choques exógenos.

As implicações desse novo arranjo das finanças para as economias periféricas e semiperiféricas se concentram, nesse contexto, na promoção de um modelo de sistema financeiro *market-based* por instituições multilaterais como o Banco Mundial. Isso é feito por meio da formação de *pools* de capital para serem investidas nesses países, com a garantia que o Estado assumirá o papel de

redução do risco nesses mercados sem que se envolva diretamente com a execução de projetos de desenvolvimento, em uma espécie de governança através das finanças (Gabor, 2021). Desta forma, o papel do Estado se torna majoritariamente de redução de risco. Isso acontece tanto no que diz respeito à aplicação de uma estrutura regulatória que atraia investimento ou financiamento de Parcerias Público-Privadas – agora com uma nova ênfase na questão ambiental – quanto aos ativos financeiros para serem utilizados nos mercados monetários.

Esses dois aspectos se unem e dão origem a uma tendência de o banco central aceitar – e favorecer – os títulos influenciados por essas novas práticas de redução do risco nas suas operações de política monetária, enquanto se protege da volatilidade do câmbio que, via de regra, afeta a periferia. Isso acaba por reforçar o cenário de dependência em relação ao centro, pois essa reconfiguração das políticas estatais sustenta a acumulação de capital por parte de grandes agentes institucionais que integram o *shadow banking*. Para a economia doméstica, adotar as finanças *market-based* e o modelo de financiamento que as acompanha, representa uma continuidade da adequação aos interesses do capital internacional, o qual busca tirar proveito da dificuldade de acesso dessas economias a capital para investimento em infraestrutura (Christophers, 2023; Gabor, 2021; Dafermos; Gabor; Mitchell, 2021).

A reformulação do papel do Estado, enquanto emissor/garantidor de colateral e fomentador de projetos de investimento, se relaciona com o aumento na interconexão entre a infraestrutura das finanças e dos bancos centrais. Ao basear sua atuação nos mercados financeiros, bancos centrais acabam por exacerbar o poder que agentes envolvidos nos mercados de *repo* e no processo de titularização têm de influenciar a infraestrutura econômica (Braun; Gabor; Hübner, 2018). Apesar dessa maior interconexão entre finanças e Estado ter a capacidade de fornecer instrumentos inéditos e efetivos de intervenção econômica⁸, ela também aumenta a importância dos *shadow banks*. O maior poder de influência de *shadow banks* compele o Estado a dobrar-se aos seus interesses (Braun, 2020). Essa reconfiguração é nomeada por Gabor (2020) de *Wall Street Consensus*. Essa ideia se origina na noção de que, após a Crise Financeira Global, desenvolve-se esse novo paradigma de intervenção estatal, no qual os bancos centrais passam a agir cada vez mais como “*dealers* de último recurso” (GRASSELLI, 2022) e como *market-*

⁸ Um exemplo é o *Quantitative Easing*, mecanismo utilizado por bancos centrais para aumentar a disponibilidade de liquidez na economia através da compra de ativos financeiros nas mãos de instituições financeiras. Programas de QE geralmente têm como foco títulos da dívida pública, mas também é usual que incluam títulos da dívida de grandes corporações ou mesmo outros tipos de ativos. Esses programas foram extensivamente utilizados ao longo da CFG e da turbulência nos mercados ao longo da pandemia da Covid-19 (Neely; Fawley, 2013; Tooze, 2018; 2021).

makers, baseando sua atuação na minimização de risco e promoção dos mercados de títulos públicos e privados.

Ao passo que, inicialmente, países periféricos não participavam de forma muito intensa desse movimento, a perspectiva de acesso facilitado ao crédito – e a dólares – no contexto pós-CFG aprofundou a sua integração no mercado financeiro internacional. Há uma pressão vinda do centro para uma americanização das finanças do sul global em aliança com as instituições financeiras nacionais. Essa pressão influencia os Estados e bancos centrais a focarem na minimização do risco dos mercados de títulos da dívida pública e das moedas nacionais. Como consequência, instituições financeiras de economias periféricas se voltam às práticas de criação de liquidez internacionais e uma conformidade a busca de liquidez através de atividades características do *shadow banking*. As novas práticas fazem com que o foco da política monetária seja a criação de mercados interbancários estáveis e sólidos (Gabor, 2021). Na periferia, isso se reflete também em uma organização da economia nacional que tem como foco a atração de investimento estrangeiro.

Essa tendência pressiona os Estados do centro e da periferia a agirem como garantidores de lucro para o setor privado, moldando a estrutura institucional com base num sistema financeiro no qual a criação de crédito ocorre essencialmente por meio dos mercados de títulos. Com isso, as cadeias de intermediação se tornam cada vez mais longas e os mercados de *repo*, derivativos e títulos se tornam mais relevantes. Para atrair investimento privado, esses mercados necessitam do apoio do Estado (Gabor, 2021). Nesse contexto, o poder de decisão e a influência de grandes investidores internacionais – muitos deles se configurando como instituições que participam do *shadow banking* – sobre a política e a economia global aumentam de forma significativa.

Essa perspectiva pode ser complementada pela literatura Pós-Keynesiana e Marxista que trata subordinação financeira. Ao caracterizar a transformação das finanças no sul global como subordinada, periférica ou semi-periférica (Becker et al., 2010; Bonizzi, 2017; Bortz; Kaltenbrunner, 2018; Kaltenbrunner; Paineira, 2017; Bonizzi; Kaltenbrunner; Powell, 2020; Alami et al., 2023), torna-se possível explorar as variadas expressões da hierarquia de poder internacional na periferia ao longo das últimas décadas. A veloz integração de países com mercados de capital e de títulos pouco desenvolvidos ao sistema financeiro internacional facilitou o acesso, tanto de instituições financeiras quanto de empresas não financeiras dessas economias, ao dólar.

Ao buscar novos caminhos para acumular ativos financeiros (Karwowsky; Stockhammer, 2017), economias periféricas acabam se vendo obrigadas a reformular suas estruturas institucionais financeiras para que direcionem os fluxos de capital internacionais para si (Gindin; Panitch, 2013). Estando mais sujeitos à volatilidade causada por esses novos mercados e produtos financeiros, é comum que países periféricos acumulem reservas internacionais como forma de precaução (Kaltenbrunner; Paineira, 2018). O processo de financeirização subordinada resulta então, em um cenário que combina mercados financeiros sofisticados e internacionalizados com particularidades como altas taxas de juros e maior volatilidade. Em economias com mercados de capital e de títulos pouco desenvolvidos, a crescente internacionalização da produção, unida com o caráter específico da integração financeira de cada uma delas, deu origem a cenários similares, apesar de suas diferentes estruturas econômicas. Suas instituições financeiras e empresas não-financeiras se voltaram ao acesso facilitado a financiamento em moedas fortes, particularmente o dólar americano (Alami et al., 2023; Bonizzi, Kaltenbrunner; Powell, 2022).

A maior integração com o sistema financeiro internacional abriu novas possibilidades para a acumulação de ativos financeiros (Karkowsky; Stockhammer, 2017) e para a especulação financeira por parte de agentes de países centrais (Fahri, 2017). A entrada de capital estrangeiro acaba reforçando a estrutura financeira voltada à manutenção de taxas de juros altas, ao acúmulo de reservas em moedas estrangeiras e a uma estrutura regulatória que privilegia investidores internacionais e atrai fluxos de capital (Kaltenbrunner; Paineira, 2017). O resultado dessa estrutura é, em grande parte dos casos, um setor financeiro sofisticado e altamente internacionalizado. Isso só ocorre, porém, com o alto custo social causado pelas altas taxas de juros, a volatilidade financeira e a drenagem de recursos das economias periféricas ao centro, reforçando o cenário de subordinação

3.3 A INTEGRAÇÃO DA PRODUÇÃO E CIRCULAÇÃO DE VALOR COMO COMPLEMENTO NECESSÁRIO À HIERARQUIA DE CRÉDITO PARA O ENTENDIMENTO DAS ESPECIFICIDADES DA PERIFERIA

A Economia Política Internacional leva em conta que a permeação das finanças *market-based* na periferia global envolve um processo interno. Essa perspectiva extrapola a suposta falta de sofisticação e a ideia de passividade associada à subordinação financeira, levando em conta a organização do sistema financeiro em economias periféricas. Além disso, permite uma análise mais integrada entre as finanças, as esferas da circulação e da produção e o papel do estado em influenciar a estrutura institucional (Alami et al., 2023). Ainda assim, essa literatura enfatiza o

papel das moedas do centro nos mercados financeiros, devido à sua estabilidade e liquidez. Essa ideia se origina na hierarquia monetária internacional da literatura pós-keynesiana, na qual as diferentes moedas se encontram elencadas com base na sua liquidez (ou convertibilidade), com as moedas do centro – em particular o dólar - em uma posição mais elevada que as moedas de países periféricos.

Complementando a CMF, com seu foco nas relações de financiamento e de gestão de liquidez entre instituições, a literatura da economia política que trata da subordinação financeira e da financeirização como um novo regime de acumulação fornece contribuições importantes para a análise da relação entre estruturas econômicas, principalmente em países periféricos e semiperiféricos (Lapavitsas, 2009; 2011;2014; Santos, 2009). Ao reconhecer que as finanças passam a ter um protagonismo maior na economia a partir das reformas institucionais da década de 1980, são identificadas tendências que demonstram o seu avanço em outras esferas. Essas tendências incluem o acesso direto de empresas não financeiras ao financiamento por meio do mercado financeiro, da viragem de bancos a atividades de mediação tradicionalmente associada a bancos de investimento, e o envolvimento mais profundo das famílias com os mercados financeiros por meio de fundos de pensão ou de empréstimos e hipotecas. A tendência mais importante, porém, é o crescimento de um mercado atacadista de produtos financeiros e de empréstimos interfinanceiros que alavancam os balanços bancários. Por outro lado, mesmo que essa perspectiva compreenda de forma minuciosa os diferentes arranjos políticos, históricos e institucionais que dão origem ao processo de financeirização no centro (Lapavitsas; Powell, 2013), ela tende a resumir o mesmo processo na periferia, associado à acumulação de reservas internacionais, permeação de bancos e capital estrangeiros nos sistemas financeiros domésticos e liberalização da conta de capital (Lapavitsas, 2014).

Lapavitsas (2003,2014) construiu a sua ideia sobre a financeirização concebendo o sistema financeiro – representado pelo crédito – como uma pirâmide hierárquica, se alicerçando na teoria do crédito da economia política marxista japonesa, particularmente das ideias de Sekine (2020). Essa estrutura hierarquizada, por sua vez, se origina na relação entre a oferta de crédito e o processo de acumulação capitalista na qual tem a sua base material. Essa relação é sustentada pelas relações de poder e de confiança entre classes e instituições. A hierarquia do crédito pode ser dividida em diversas camadas, organizadas com base na complexidade das suas relações de poder de classe e no envolvimento de diferentes esferas nos seus compromissos, organizadas com base na sua proximidade com a produção (Sekine, 2020).

Na base desta pirâmide está o crédito comercial, que se refere ao avanço de mercadorias sem que o pagamento seja realizado imediatamente, ou seja, sob a forma de letras comerciais. Esse tipo de crédito está restrito a transações entre capitalistas. Nestas transações, o credor avalia o potencial de geração de lucro e de acesso a dinheiro do tomador de empréstimo, tendo como base o poder de classe e a interação entre os dois agentes na esfera da circulação. No segundo nível está o crédito bancário, que é constituído basicamente pelas promessas de pagamento dos bancos – seus passivos – e surge da necessidade dessas instituições assegurarem confiabilidade nos seus compromissos, baseando-se no seu acesso a reservas e na liquidez dos seus ativos. Essa forma de crédito é mais complexa que a anterior, pois necessita de uma cadeia maior de relações de confiança e poder, envolvendo diversos setores e se sobrepondo à relação entre capitalistas. Pode-se afirmar que o crédito bancário tem uma dupla função: além de transformar dinheiro ocioso de capitalistas em capital emprestável, eles têm a capacidade de estender o crédito, emitindo moeda de forma endógena (Lapavitsas, 2003). Sua posição favorecida na hierarquia faz com que os bancos se beneficiem de passivos mais líquidos, acesso a informações a respeito dos mercados e, principalmente, do seu acesso direto às reservas dos bancos centrais.

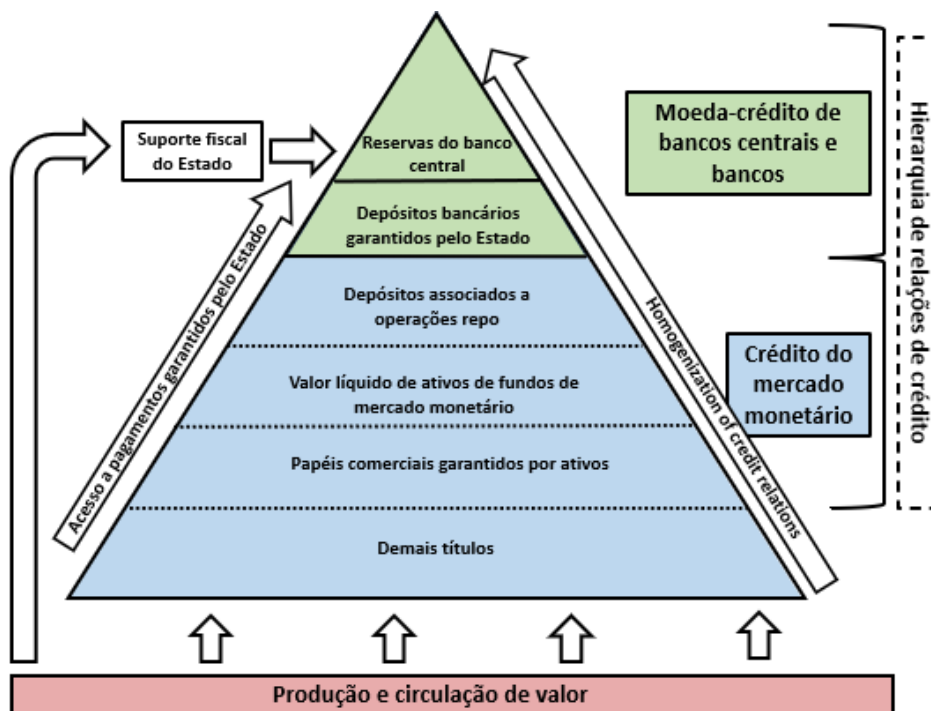
Ao contrário das duas primeiras camadas da pirâmide, a terceira camada discutida por Lapavitsas (2003) não foi explorada por Sekine. O crédito do mercado monetário facilita o acesso de instituições financeiras não-bancárias às reservas dos bancos centrais. Essa forma de crédito é constituída por instrumentos financeiros de curto prazo – como *repo* e derivativos – que garantem homogeneidade ao capital emprestável ao submetê-lo a critérios como *ratings* de crédito e avaliações de colateral, que fornecem uma medida de probabilidade de pagamento. Essa aferição é executada por intermediários financeiros participantes nestes mercados, proporcionando uma homogeneização das relações sociais no crédito do mercado monetário (Lapavitsas, 2003). Mesmo que a homogeneização leve a uma certa predominância dos mercados monetários sobre os variados contextos domésticos, as realidades nacionais ainda divergem em razão de especificidades, notadamente da hierarquia das diferentes moedas nacionais.

A discussão feita por Lapavitsas (2003) não chega a evidenciar o papel do *shadow banking* – central para a CMF – na sua hierarquia do crédito. Ao se desenvolver para além do crédito interbancário, os mercados monetários passam atualmente a incluir, de forma progressivamente mais intensa, outros agentes financeiros, como fundos de mercado monetário ou de investimento: instituições financeiras não-bancárias que passam a ter uma função indispensável na coleta e na administração de *pools* de capital nos balanços de multinacionais, liquidez de

reservas internacionais, e na centralização de balanços de investidores institucionais e gestores de ativos em grandes fundos de investimento globais (Pozsar, 2014).

A quarta camada delineada por Lapavitsas (2003) é do crédito do banco central, definida pelo autor como aquele que é fornecido por um banco estatal – ou afiliado ao estado – que interage diretamente apenas com bancos e mercados que lidam com a moeda fiduciária de uma determinada economia. Os ativos que garantem as suas promessas de pagamento têm origem – além das reservas dos bancos centrais – nos títulos públicos, que por sua vez derivam da habilidade de taxaço do Estado (Lapavitsas, 2003). O Estado influencia a forma que o crédito é processado na economia, enquanto avalia a solidez dos bancos no que diz respeito à sua relação com a circulação e a produção. Porém, ao frisar o surgimento espontâneo do crédito em suas variadas formas em decorrência das necessidades do mercado financeiro, Lapavitsas (2003) resume o Estado a um agente autônomo. Isso entra, até certo ponto, em contradição com a ideia de que o poder dos bancos centrais está associado não só ao seu poder de coerção, como às promessas de pagamento do Estado que dependem da sua capacidade de captura e distribuição de valor. A pirâmide do crédito não pode ser vista somente como uma hierarquia de relações entre agentes que tem origem na produção sem que se leve em consideração a circulação de valor mediada pelo Estado para garantir as reservas, consideradas pela CMF como a forma mais líquida de crédito (Figura 03) (Dutta et al, 2020).

Figura 3- Hierarquia de liquidez e de relações de crédito



Fonte: Elaboração Própria

Por se debruçar sobre os mecanismos de funcionamento do mercado financeiro que contraem e expandem a liquidez e a forma com que acentuam a sua fragilidade, a CMF permite uma maior compreensão dos ciclos de liquidez como elementos endógenos à esfera de produção e acumulação de capital. Essa estrutura teórica permite que os mercados de *repo* de economias periféricas sejam estudadas de forma que vá além da falta de sofisticação ou profundidade dos seus mercados. As variadas estruturas e tamanhos de diferentes economias afetam a sua posição na hierarquia monetária internacional, o que se reflete na estrutura produtiva subjacente (Coutinho; Beluzzo, 1996).

Economias emergentes tendem a depender majoritariamente de setores sujeitos à volatilidade de preços e à conjuntura internacional no que diz respeito à sua participação nos mercados globais, apesar de possuírem uma estrutura produtiva e uma economia doméstica diversificada. Além disso, setores como *commodities* e remessas de divisas são cada vez mais sujeitos à financeirização, combinando a subordinação financeira com formas historicamente existentes de imperialismo (Warnecke-Berger, 2021; Alami et al., 2023; Kvangraven, 2021). Assim, é possível analisar de forma compreensiva as diferentes estruturas produtivas periféricas, levando em conta seus caminhos específicos de desenvolvimento e a diversidade das estruturas dos seus mercados financeiros de forma que transcenda a dicotomia entre o centro e a periferia (Karwowsky; Shabani; Stockhammer, 2020; Santos; Teles, 2021).

A variação das estruturas econômicas financeiramente subordinadas é enfatizada pela atuação do Estado em cada arranjo financeiro nacional. A diversificação da capacidade do Estado no que se refere à sua capacidade de implementar decisões de política fiscal ou monetária, da estrutura regulatória dos mercados e agentes financeiros à sua disposição, além do caminho particular das economias nacionais que sustentam agentes financeiros domésticos e estrangeiros, deve ser levada em conta ao analisar o sistema financeiro de países periféricos. Permite-se assim que seja feita uma análise que engloba não só as restrições estruturais externas de economias periféricas, mas também as relações de classe e de acumulação de capital específicas a cada uma delas (Alami et al., 2023). Isso torna possível levar em conta a diversidade e ambições políticas do capital doméstico e estrangeiro na maneira em que são promovidos e estimulados pela forma de atuação do Estado.

A atuação do Estado na construção e promoção do mercado monetário e de *repo* é um fator determinante para o seu desenvolvimento. O Estado é responsável tanto pela estrutura regulatória do mercado quanto pela provisão de colateral por meio de títulos públicos e títulos

de parcerias público-privadas, movimento promovido por instituições multilaterais como o Banco Mundial (Gabor, 2021). Após a Crise Financeira Global, a provisão de colateral se torna um dos princípios fundamentais do papel do Estado, que passa a atuar de forma mais intensa por meio dos mercados financeiros, enxergando-os como um ambiente de transmissão rápida e eficiente de políticas públicas (Vestergaard; Gabor, 2021). Em razão da subordinação financeira de economias periféricas, quando o Estado passa a priorizar os mercados financeiros, os mecanismos de subordinação acabam por ser reforçados (Santos, 2022).

Portanto, para compreender a complexidade e a particularidade de economias periféricas, um instrumental que encaixe sua concepção de liquidez e do sistema de crédito como elementos enraizados nas relações de produção e circulação e na capacidade fiscal do Estado é fundamental. Essa perspectiva é particularmente útil para a compreensão do funcionamento dos mercados financeiros na periferia pois, ao ir além da questão da instabilidade inerente da dinâmica de expansão e contração de liquidez das finanças, é possível ter uma concepção menos uniformizada da periferia. Ao compreender que a sofisticação dos mercados monetários de países periféricos não ocorre apesar – mas sim por influência – da sua subordinação financeira, as particularidades que levam à volatilidade e à instabilidade dessas economias podem ser mais bem analisadas (Kaltenbrunner; Paineira, 2018). Ao examinar a estrutura e as tendências do mercado de *repo* e de colateral do Brasil, um país que está historicamente sujeito à volatilidade dos fluxos de capital internacional, é possível observar o efeito das novas formas de vulnerabilidades introduzidas pelo movimento crescente de titularização e colateralização, além do papel do Estado como criador, regulador e participante desses mercados.

4 DESENVOLVIMENTO DO *SHADOW BANKING* E A TRANSFORMAÇÃO DOS MERCADOS MONETÁRIOS NO CENTRO E NA PERIFERIA: UMA COMPARAÇÃO EUA E BRASIL

4.1 INTERAÇÕES ENTRE INSTITUIÇÕES NO MERCADO DE *REPO* DOS EUA

A discussão a respeito da organização e da estrutura dos *shadow banks* e dos instrumentos financeiros utilizados por essas instituições já é bem estabelecida nas economias centrais, particularmente nos EUA. Isso se deve ao fato de que o surgimento e ascensão dos novos agentes e instrumentos financeiros que compõem esse sistema bancário paralelo se apoia no papel do banco central como *dealer* e *market-maker* de último recurso, o que, por sua vez, depende do estabelecimento de mercados financeiros sólidos, particularmente no caso do mercado de *repo*, o que acontece de forma mais automática em economias cujo sistema financeiro é *market-based* há mais tempo.

Operações *repo* são utilizadas pelo Federal Reserve como uma fonte de liquidez para os bancos dos EUA desde 1917, como uma forma de estender crédito ao sistema financeiro do país em um momento em que impostos implementados sobre juros ao longo da Primeira Guerra Mundial se tornaram empecilhos para o financiamento de bancos nos mercados de títulos da dívida privada (Acharya; Oncü, 2011). Na década de 1920, o Federal Reserve de Nova Iorque deu um passo importante para o desenvolvimento dos mercados de *repo* no país, realizando essas operações com instituições financeiras não-afiliadas a bancos, mais especificamente com corretoras de valores (Garbade, 2006). Outro passo importante foi o acordo monetário de 1951, o qual garantia a separação da política monetária, implementada pelo Federal Reserve, da gestão da dívida pública, feita pelo Tesouro Nacional. Esse acordo estimulou a formação de um mercado secundário de títulos públicos entre o Federal Reserve e o restante do sistema financeiro, estabelecendo as bases para a estrutura atual da relação entre o Tesouro Nacional, o Federal Reserve e o mercado (Baklanova; Copeland; McCaughrin, 2015).

Mercados de *repo* atual se organizam, tipicamente, em dois segmentos distintos, se dividindo entre o *repo* bipartido e o tripartido. No *repo* bipartido, o acordo é feito diretamente entre as duas partes participantes: a instituição credora, que fornece o depósito, e a instituição devedora, que fornece o colateral. Já no *repo* tripartido, mesmo que o acordo também seja bilateral, há o envolvimento de uma terceira instituição: o *clearing bank* (banco de compensação). Esses bancos atuam como Contraparte Central (CCP) de um *repo*, administrando o colateral e assegurando que as duas partes cumpram o acordo (Gabor, 2016). Nos EUA, as instituições que atuam como CCP no mercado de *repo* tripartido são o Bank of New York Mellon Corp. (BNY

Mellon) e o JPMorgan Chase & Co. (JPMorgan). No caso do segundo, cabe destacar que essa função passa a ser quase inexistente a partir de 2019 (Paddrik; Ramiréz; McCormick, 2021).

O mercado de *repo* tripartido é dividido em dois tipos nos EUA. Além do tripartido tradicional, há também o chamado *General Collateral Finance* (GCF), que mesmo envolvendo bancos de compensação é administrado pela agência governamental *Fixed Income Clearing Corporation* (FICC). Esse tipo de operação tem como característica a anonimidade dos participantes – a negociação é feita através de instituições financeiras “neutras” à transação, que atuam como *Interdealer Brokers* (IDBs) – e a não especificação do colateral utilizado até o momento de vencimento. Devido a essas características, a participação no mercado de *repo* GCF é restrita a algumas instituições e o colateral que pode ser utilizado é também delimitado pela FICC, que regula essas operações. Os títulos que podem ser utilizados como colateral estão restritos a alguns ativos, geralmente títulos emitidos pelo Tesouro Nacional – como *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS) –, títulos lastreados em hipotecas (*Mortgage-Backed Securities* - MBS), ou outros títulos emitidos por órgãos do governo. Por serem ativos extremamente líquidos que possuem taxas de juros muito próximas das taxas básicas de juros, o colateral específico utilizado não oferece qualquer vantagem ou desvantagem para as instituições envolvidas (Agueci et al., 2014). O mercado de *repo* GCF é mais restrito, e logo, corresponde a uma pequena parte do mercado de *repo* no geral (SIFMA, 2022).

Por envolver uma terceira instituição, o *repo* tripartido permite que instituições menores, menos sofisticadas e com menor capacidade de coleta de informações participem nesses mercados sem que haja maiores riscos ao sistema financeiro como um todo (Agueci et al., 2014). Em parte devido a essa segurança, mercados de *repo* tripartido tendem a ser maiores que a do *repo* bilateral. À título de exemplo, a média diária de *repo* bilateral em 2022 foi de US\$4,3 trilhões (SIFMA, 2022), em comparação com os US\$5,5 trilhões negociados diariamente em *repos* tripartidos utilizando o BNY Mellon como banco de compensação (BNY Mellon, 2023). O mercado de *repo* no segmento tripartido se concentra em operações *overnight*, que equivalem a 80% do volume de *repo* tripartido negociado diariamente (Paddrik; Ramiréz; McCormick, 2021). O Federal Reserve tende a negociar um volume maior de *repo* que de *reverse repo*⁹ realizados. Em 2021, a média diária de *repo* foi de US\$2,5 trilhões e a de *reverse repo* de

⁹ *Reverse repo*, ou operações de compra com compromisso de revenda são essencialmente a mesma operação que um *repo*, porém do ponto de vista do comprador. Uma instituição, ao realizar um *reverse repo*, está comprando títulos e dando em troca liquidez sob a forma de depósito (Gabor; Vestergaard, 2016). Isso significa aqui que o banco central dos EUA “vende” mais títulos, recebendo depósitos das outras instituições, que os “compra”, dando em troca depósitos às outras instituições.

US\$1,8 trilhão (SIFMA, 2022). Vale ressaltar que *repos* tripartidos são transações que envolvem, na sua maioria, grandes investidores institucionais altamente alavancados – em sua maioria conglomerados financeiros – *securities dealers*. Já o mercado de *repo* bipartido tem uma presença mais marcada de instituições financeiras não-bancárias (Poszar; Singh, 2011).

Títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, ou seja, títulos de dívida pública são a forma mais comum de colateral utilizado em todos os segmentos do mercado de *repo* americanos. No mercado tripartido, esses títulos foram o colateral utilizado em 70,1% das transações em 2021 e 63,7% nos *repo* GCF. No caso dos *repo* bilaterais, 67,7% foram colateralizados por títulos da dívida pública no caso de operações *repo*; e 79,3% no caso de *reverse repos*. Em quase todos esses segmentos do mercado, as MBS foram o segundo tipo de colateral utilizado, com os *reverse repo* no mercado bilateral, no qual TIPSs foram a segunda forma de colateral favorecida, sendo a única exceção (SIFMA, 2022).

Mercados de *repo* são complexos e envolvem a participação de diversos agentes. Nos EUA, os *securities dealers* – que geralmente são bancos de investimento – têm um papel importante, pois são eles que conectam as instituições que ofertam depósitos e títulos. Servindo como intermediários, os *securities dealers* agem como *market-makers*, facilitando transações ao sustentar mercados para os depósitos *repo* e para os títulos que servem como colateral (Baklanova; Copeland; McCaughrin, 2015). Os *securities dealers* permitem a transformação de crédito ao se financiar por meio de instituições que ofertam liquidez, como *money market funds* (MMFs ou fundos de mercado monetário), um tipo de fundo de investimento mútuo focado em instrumentos líquidos e de curto prazo e na oferta de liquidez com baixo risco. Essa liquidez é então disponibilizada a investidores alavancados e menos conservadores, como fundos de cobertura. Fundos de mercado monetário também executam transformação de maturidade, pois se financiam por meio de depósitos de curto prazo, emprestando com prazos maiores (POSZAR, 2011). É importante notar que a transformação de maturidade por parte de *securities dealers* se tornou menos comum após a Crise Financeira Global de 2008 (Paddrik; Ramírez; McCormick, 2021).

Repos são utilizados como uma forma menos arriscada de investimento, por meio dos juros obtidos nos títulos utilizados como colateral, e de financiamento, utilizando essas operações para satisfazer suas necessidades de liquidez imediata. Além dessas transações oferecerem retorno sob a forma de juros, o fato de serem colateralizadas serve como proteção contra *defaults*. Instituições que comumente figuram nos mercados de *repo* como ofertantes de depósitos são MMFs, mas há também participação de outras instituições financeiras como

bancos ou de tesourarias de instituições financeiras não-monetárias (*Government-Sponsored Enterprises* - GSEs). Essas instituições geralmente se concentram no mercado de *repo* tripartido, devido à sua eficiência operacional. As instituições que demandam depósitos participam do mercado de *repo* para financiar suas posições de títulos ou para se alavancarem. Essas instituições, geralmente fundos de cobertura ou mREITs¹⁰, recorrem a *securities dealers* para obter liquidez sob a forma de *repo* – ofertada por instituições como MMFs (Baklanova; Copeland; McCaughrin, 2015). Para satisfazer as necessidades de instituições que fornecem e que demandam liquidez (depósitos), *securities dealers* oferecem depósitos colateralizados para seus clientes. O seu financiamento também se dá via *repo*, geralmente com as mesmas instituições para as quais revendem o colateral (títulos) dos seus clientes (Boy; Gabor, 2019). Nessa forma de intermediação, *securities dealers* se utilizam do mercado de *repo* bilateral para oferecer liquidez a seus clientes, e do mercado de *repo* tripartido para financiar suas próprias necessidades de liquidez (Paddrik; Ramírez; McCormick, 2021).

Outra dinâmica presente no mercado de *repo* americano pode ser observada partindo do ponto de vista de instituições financeiras como ofertantes e demandantes de títulos. Instituições financeiras ofertam títulos no mercado de *repo* buscando liquidez imediata, enquanto instituições que demandam títulos têm como principal interesse reduzir o risco nos seus balanços e diminuir o desequilíbrio entre ativos e passivos de curto prazo. Instituições ofertantes de títulos geralmente se utilizam de *lending agents* – instituições especializadas na administração de ativos – para facilitar as transações, que são normalmente bancos custodiantes (*custodian banks*), instituições financeiras que focam na custódia e administração de ativos de terceiros. Sob o controle dos bancos custodiantes, os títulos que foram utilizados como colateral podem ser reutilizados em outras operações *repo* (Baklanova; Copeland; McCaughrin, 2015). Isso demonstra o caráter duplo do mercado de *repo*, se o que está sendo negociado são títulos (colateral) ou depósitos *repo* é puramente uma questão de perspectiva de cada instituição envolvida (Gabor, 2016).

Instituições que ofertam títulos nos mercados de *repo* dos EUA são majoritariamente investidores institucionais pouco alavancados, como fundos mútuos, fundos de pensão e seguradoras. Motivados pelo possível incremento nos seus rendimentos, fundos de pensão têm participado do mercado de *repo* como ofertantes de títulos de forma cada vez mais intensa. Fundos de pensão observaram a oportunidade de proporcionar melhores taxas de juros aos seus

¹⁰ Mortgage Real Estate Investment Trusts (mREITs), ou Fundos de Investimentos Hipotecários em tradução livre são fundos que atuam no mercado imobiliário, majoritariamente investidos em MBSs.

investidores e reduzir seus déficits por tornar planos de aposentadorias de benefício definido mais sustentáveis (Pozsar, 2014). Entre as instituições que demandam títulos, destacam-se os *securities dealers*, que precisam de títulos para as suas atividades de intermediação e *market-making*. Fundos de cobertura e corretoras de valores também recorrem aos mercados de *repo* com esse objetivo. O papel de intermediários entre os ofertantes e demandantes de títulos é realizado principalmente por bancos depositários. Mas outras instituições têm assumido esse papel de forma cada vez mais intensa. O aumento na sofisticação tecnológica e operacional do sistema financeiro levou ao surgimento de instituições especializadas nesses serviços, ou na realização desses serviços por instituições já existentes. A Blackrock Inc, por exemplo, a maior administradora de investimentos no mundo em termos de administração de ativos (*Assets under Management - AuM*), age como *lending agent* para seus clientes – que são majoritariamente outras instituições financeiras (Baklanova; Copeland; McCaughrin, 2015).

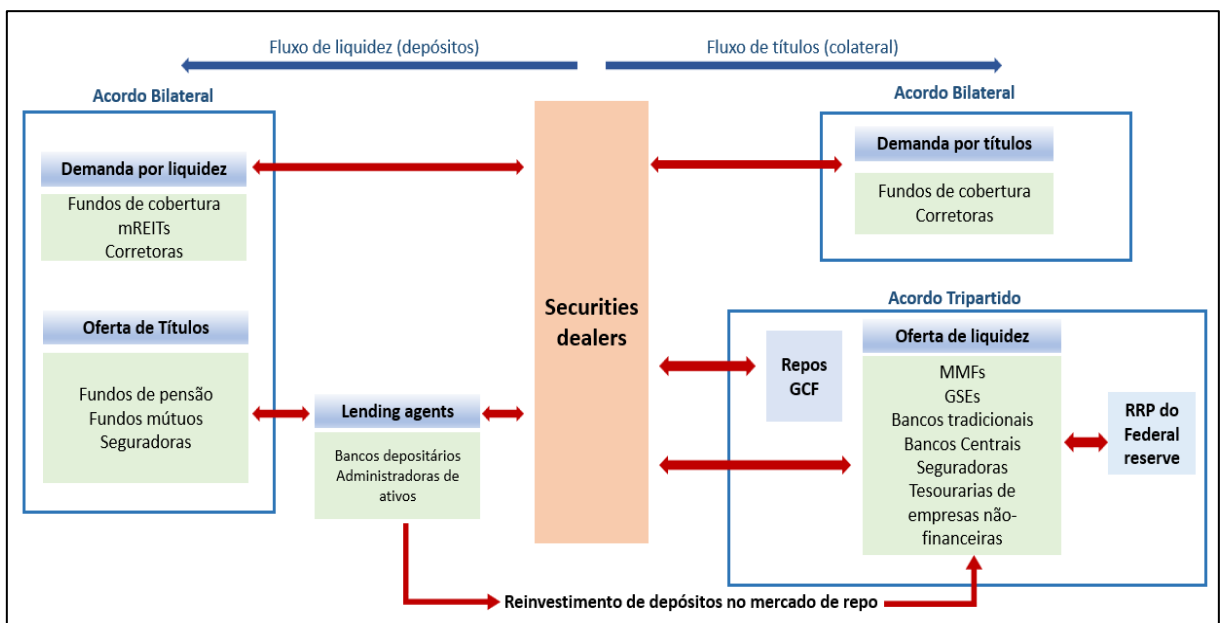
O Federal Reserve estrutura o mercado de *repo* de diversas maneiras. Ele atua diretamente no mercado de títulos por meio de emissão de reservas via leilões, nos quais instituições financeiras dão lances oferecendo outros títulos como colateral. Essas operações têm como objetivo permitir a coordenação da qualidade do colateral utilizado pelo restante do sistema financeiro nos mercados de *repo*. O banco central americano também atua de forma direta no mercado de *repo*, realizando esse tipo de operação tanto quanto ofertante como demandante a fim de manter a *Federal Funds Rate* (a taxa de juros básica) dentro da meta estipulada pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC), o comitê federal de política monetária dos EUA. Atualmente, existem quatro instrumentos permanentes por meio dos quais o banco central americano atua no mercado de *repo* (Baklanova; Copeland; McCaughrin, 2015).

Em 2013, foi introduzido um instrumento chamado *Overnight Reverse Repo Facility* (ON RRP), acessível não só para os bancos autorizados a atuarem como *dealers* primários com o Federal Reserve, mas também para outros bancos, GSEs e fundos de mercado monetário. Esses últimos são os principais usuários desse instrumento, correspondendo a cerca de 80% da utilização total dos ON RRP (Frost et al., 2015). As taxas do ON RRP são muito utilizadas por instituições financeiras não-bancárias por permitir uma alternativa de investimento livre de risco às instituições que não têm acesso às reservas voluntárias remuneradas – nas quais os bancos recebem juros baseados na taxa *Interest On Reserve Balances* (IORB). O colateral oferecido pelo Federal Reserve nessas transações é representado por títulos de dívida pública.

Em 2021, o FOMC implementou um instrumento permanente de *repo*, o *Standing Repo Facility* (SRF), que serve como uma salvaguarda aos mercados monetários. Nesse instrumento, as

transações são realizadas diariamente a uma taxa preestabelecida, com instituições financeiras podendo utilizar títulos de dívida emitidos pelo Tesouro ou por outras agências do governo, ou por MBS emitidas pelas segundas. Além desses dois tipos de transações, realizados diariamente, o Federal reserve pode realizar *repos* circunstanciais, de acordo com a necessidade de manter a FFR dentro da meta estabelecida pelo FOMC. Há também *repos* realizadas com autoridades monetárias de outras economias – *Foreign and International Monetary Authorities* (FIMA) – que possuem acordos com o Federal Reserve (NYFRB, 2022). A dinâmica aproximada desses mercados pode ser vista na Figura 04.

Figura 4 – Dinâmica dos mercados de *repo* dos EUA



Fonte: Adaptado de Baklanova, Copeland e McCaughrin, (2015)

A estrutura do mercado de *repo* nos EUA, mesmo sendo o modelo seguido para reformulações de sistemas financeiros no restante do mundo, diverge até mesmo do cenário visto em outras economias centrais. A Europa é um exemplo disso, com os bancos centrais da França e da Alemanha adotando práticas inspiradas no modelo aplicado nos EUA ainda em 1997 (Gabor, 2016). Existem, porém, diferenças fundamentais na forma com a qual esse mercado é organizado no continente europeu. Nos EUA, o mercado de *repo* tripartido predomina (Boissel et al, 2017). Já na Europa, o mercado tripartido é significativamente menor, correspondendo a cerca de 10% das operações, que geralmente envolvem títulos privados como colateral (ICMA, 2019). Legalmente, a forma que essas operações são realizadas na Europa tem mais similaridades com o mercado brasileiro, sendo identificadas como venda de títulos com compromisso de recompra, ou compra de títulos com compromisso de revenda.

Outra divergência significativa está no fato de que a maior parte das operações feitas no mercado europeu tem como principal motivador a busca por títulos que servem como colateral. Isso significa que os investidores não buscam necessariamente a liquidez imediata dos depósitos, mas sim os títulos que estarão no seu ativo. Isso ganha força na Europa devido aos programas de compra de títulos por parte do Banco Central Europeu (Schaffner; Ranaldo; Tsatsaronis, 2019). Um reflexo disso é o fato que o mercado é dominado por operações nas quais o colateral é especificado previamente (ICMA, 2019). A maior parte dos títulos utilizados como colateral no mercado europeu é representada por títulos da dívida pública (Gabor, 2016). A importância do mercado de *repo* para a transmissão das decisões de política monetária para o sistema bancário também é maior na Europa que nos EUA: enquanto nos EUA o mecanismo de depósitos voluntários é bastante significativo na relação entre o Federal Reserve e os bancos tradicionais, operações *repo* são o principal mecanismo na Europa (Boissel et al., 2017). Mesmo estruturado de forma diferente, esse mercado – e por conseguinte, a existência de um mercado sólido para os títulos públicos – continua sendo o pilar de sustentação da economia como um todo.

Os mercados de *repo* dos EUA são complexos, envolvendo a participação de diversos agentes e segmentos. Destaca-se a forte presença de instituições financeiras não-bancárias, que executam diversas funções nos mercados de *repo* nos EUA. Porém, como é possível observar, essas instituições atuam em conjunto com os bancos, e não de forma paralela a estes. Ao contrário do que o nome *shadow banking* faz parecer, os bancos “tradicionais” participam ativamente dos mercados de *repo*, seja por meio dos seus próprios balanços ou por meio da criação de entidades legais associadas. São as relações de crédito que ocorrem nesse mercado, mediadas por folhas de balanço de instituições financeiras de forma descentralizada, que dão origem ao intrincado sistema de *shadow banking*: transformações de liquidez e de maturidade que anteriormente ocorriam de forma interna a um banco, passam a ocorrer de forma dispersa nos mercados financeiros (Poszar, 2014). Devido a essa característica, a atuação do banco central passa a se dar quase exclusivamente por meio da sua própria atuação estruturante nos mercados.

Por um lado, a guinada ao mercado de *repo* possibilitou a emergência de novos mecanismos de transmissão de política monetária por parte dos bancos centrais, possibilitando medidas mais eficientes e de transmissão mais rápida (Tooze, 2021). Por outro, no momento em que essa configuração é apoiada e legitimada pelo banco central, é inevitável que ele dance conforme a música conduzida por esse conjunto de instituições financeiras, aumentando seu poder de

influência não só nas decisões de política monetária como na economia em geral. Como o mercado de títulos públicos é essencial para o funcionamento de todo o sistema financeiro, investidores têm a certeza de que terão o banco central como salvaguarda, não importa quão alavancadas sejam suas operações. Independentemente da postura seguida pelo banco central, é quase garantido que, a qualquer sinal de escassez de liquidez que ponha o mercado de *repo* – e consequentemente o sistema financeiro – em risco, o banco central irá agir de forma a sustentar o mercado. No caso do mercado de *Treasuries*, os títulos da dívida pública dos EUA, o seu papel como ativo livre de risco que sustenta a precificação de todos os outros ativos financeiros faz com que agentes operem de forma altamente alavancada, tendo a intervenção do Federal Reserve como uma certeza (Duguid; Mourselas; Aliaj, 2023). Isso possibilita que investidores institucionais tenham a capacidade de moldar a realização de políticas públicas por parte do Estado (Braun, Gabor, Hübner, 2018).

4.2 ESTRUTURA, PARTICIPANTES E TENDÊNCIAS DO MERCADO DE *REPO* BRASILEIRO

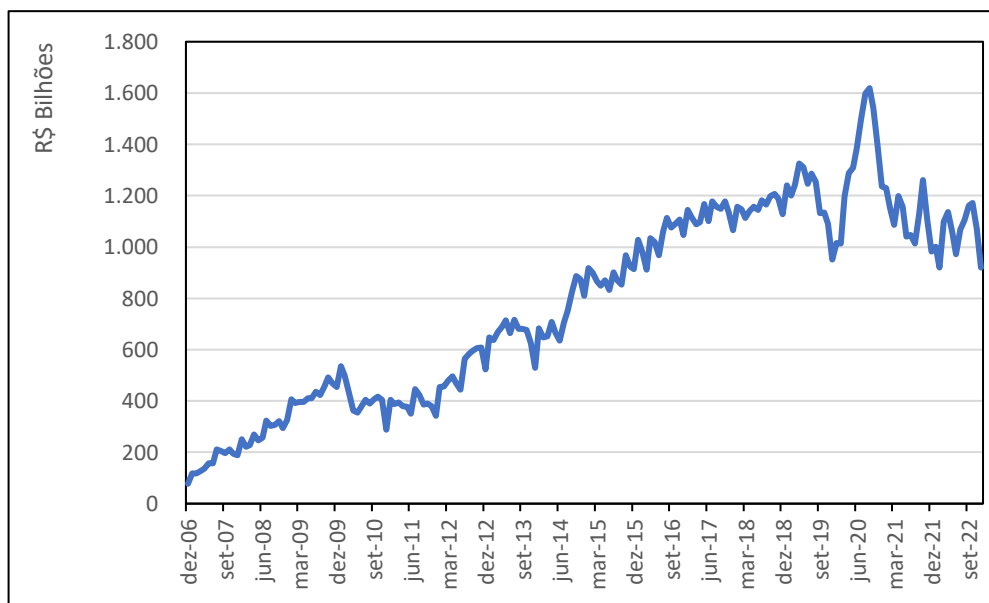
A estrutura dos mercados de *repo* no Brasil é diferente daquela preponderante nos EUA. Apesar da diferença ser inegavelmente relacionada ao caráter subordinado da inserção brasileira nos mercados globais, as diferenças na própria estrutura legal do sistema financeiro vão além da dicotomia entre centro e periferia. Em contraste ao que se observa nos EUA, com sua grande diversidade de instituições, o sistema financeiro brasileiro é concentrado em bancos e fundos de investimento, com fundos de pensão e seguradoras correspondendo a uma parcela menos significativa. Essas instituições são, na sua maioria, parte de grandes conglomerados liderados por bancos (FMI, 2018). Instituições que se enquadram na definição estrita de *shadow banks* do FSB – realizam transformação de crédito, liquidez e maturidade – não têm uma relevância muito grande no País (FSB, 2022, FMI, 2018). No entanto, a integração subordinada do Brasil nos mercados globais e a arquitetura específica do seu sistema financeiro não implicam uma falta de sofisticação no seu sistema financeiro. A adoção das finanças *market-based* ocorreu em um contexto e ritmo diferentes dos vistos no centro, mas os instrumentos e mecanismos presentes apresentam semelhanças, apesar de particularidades contexto-específicas que serão discutidas a seguir.

O desenvolvimento do mercado de *repo* (operações compromissadas) no sistema financeiro brasileiro tem suas raízes em 1967, quando a estrutura legal para a realização dessas operações pelo Banco Central do Brasil (BCB) foi elaborada. Porém, elas só se tornam relevantes a partir de 2002, momento no qual a Lei de Responsabilidade Fiscal impediu o BCB de emitir os

próprios títulos (Leal; Carvalhal-da-Silva, 2008; Pellegrini, 2017). Essa trajetória é distinta daquela imperante no centro, onde a expansão desse mercado já preponderava na década de 1980 (Garbade, 2006).

Ainda que tardia, a expansão do mercado de *repo* no Brasil foi rápida. Em 2006, em uma tentativa de modernizar – ou americanizar – o sistema financeiro brasileiro, o BCB passou a fomentar o mercado de operações compromissadas, tornando-o o principal instrumento de implementação de política monetária, ultrapassando os depósitos compulsórios e outras operações de mercado aberto (como compra e venda direta de títulos) (Paim, 2016; Bresser-Pereira; De Paula; Bruno, 2019). Desde então, o estoque de operações compromissadas no balanço do banco central vem crescendo de forma constante, mesmo que tenha se estabilizado a partir de 2015, em meio à crise econômica de 2014-16 (Figura 05). Em 2022, a média diária de operações compromissadas entre o BCB e os bancos atingiu aproximadamente R\$1,38 trilhão, aproximadamente 14% do PIB nacional. As operações com prazo superior a um dia e com livre movimentação de títulos tiveram médias diárias de aproximadamente R\$3,5 bilhões, e as operações nas quais os títulos não podem ser renegociados em outras operações tiveram médias diárias próximas dos dois bilhões de reais (BCB, 2023a). Isso mostra que a modalidade *overnight* é a preferencial, superando em volume todas as outras modalidades de operações compromissadas.

Figura 5 – Estoque de *repo* no balanço do Banco Central do Brasil (R\$ Bilhões)



Fonte: BCB (2023b)

Existem restrições às instituições financeiras a atuar como *dealers* nas operações de mercado aberto junto ao Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do BCB, o que inclui o mercado de *repo*. No total são doze instituições selecionadas de forma semestral, com base em avaliações de desempenho que consideram, principalmente, as operações dessas instituições envolvendo Títulos Públicos Federais (TPF) (BCB, 2023c). No caso de conglomerados financeiros, apenas a instituição de melhor desempenho de acordo com os parâmetros do BCB é selecionada. Como deveres, essas instituições necessitam obrigatoriamente participar das operações realizadas pelo Demab, além de dar prioridade a essas operações. A maior parte das instituições autorizadas são bancos, porém duas vagas são destinadas a corretoras ou distribuidoras independentes. A título de exemplo, a Tabela 01 mostra as instituições selecionadas no último processo (2º semestre de 2023).

Tabela 1 – Instituições financeiras autorizadas a atuar como *dealers* junto ao Demab no segundo semestre de 2023.

Nome da Instituição
Banco Bradesco S.A.
Banco BTG Pactual S.A.
Banco Citibank 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
Itaú Unibanco S.A.
Renascença Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Terra Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
XP Investimentos e Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.

Fonte: BCB (2023c)

Além das operações compromissadas tradicionais (compra de títulos com compromisso de revenda ou venda com compromisso de recompra) junto ao BCB, essas instituições são as únicas autorizadas a participar das operações de *swap* cambial realizadas pelo BCB. Essas instituições financeiras também são as únicas que podem realizar as chamadas operações compromissadas conjugadas com o Banco Central. Essas operações são chamadas de conjugadas por constituírem uma operação de venda de títulos com compromisso de recompra associada a uma operação de compra de títulos com compromisso de revenda, funcionando como uma rolagem de operações compromissadas: ao invés de realizar uma única operação

com o prazo de dois dias, são realizadas duas operações *overnight*. A realização desse tipo de operação tem como objetivo resolver de forma rápida problemas relacionados à escassez de títulos no mercado secundário. Porém, esse tipo de operação não tem um grande peso para o SFN: o seu valor financeiro diário médio em 2022 foi de R\$ 321,4 milhões, aproximadamente 0,03% do PIB (BCB, 2023a).

Em 2022, o valor financeiro mensal médio dos leilões de operações compromissadas foi de R\$21,1 trilhões, ou 212% do PIB nacional do mesmo ano a cada mês. Esses leilões são realizados por meio do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC)¹¹, gerido pelo BCB, e têm títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional como colateral. O BCB realiza dois tipos distintos de leilões de operações compromissadas. Os leilões formais, de compra e venda definitiva de TPF, são acessíveis a todas as instituições financeiras cadastradas no SELIC. Mensalmente, cerca de 40 desses leilões são realizados, e os principais títulos negociados são as NTN-B e as LFT, ambos pós-fixados (BCB, 2023a). Os leilões formais têm como objetivo o controle da liquidez a longo prazo no Sistema Financeiro Nacional, enquanto a liquidez de curto prazo é geralmente controlada via leilões informais (*go-around*) de operações compromissadas. Os leilões informais são restritos às instituições que atuam como *dealers* junto ao Demab (Pellegrini, 2017).

Nos leilões informais, o BCB vende (com compromisso de recompra) uma quantidade determinada de títulos públicos. Nesse caso, os *dealers* são responsabilizados pelo BCB a atuarem como mediadores, difundindo esses títulos no mercado secundário. Essa difusão geralmente também ocorre via operações compromissadas, sendo que a sua vasta maioria é da modalidade *overnight*: 98,8% das operações compromissadas realizadas por meio do SELIC foram dessa modalidade em 2022, seguida por aquelas com prazo superior a um dia (1,3%). As operações compromissadas intradia, aquelas com prazos menores que vinte e quatro horas, não chegaram a ultrapassar a quantidade de quatro operações por dia (BCB, 2023a).

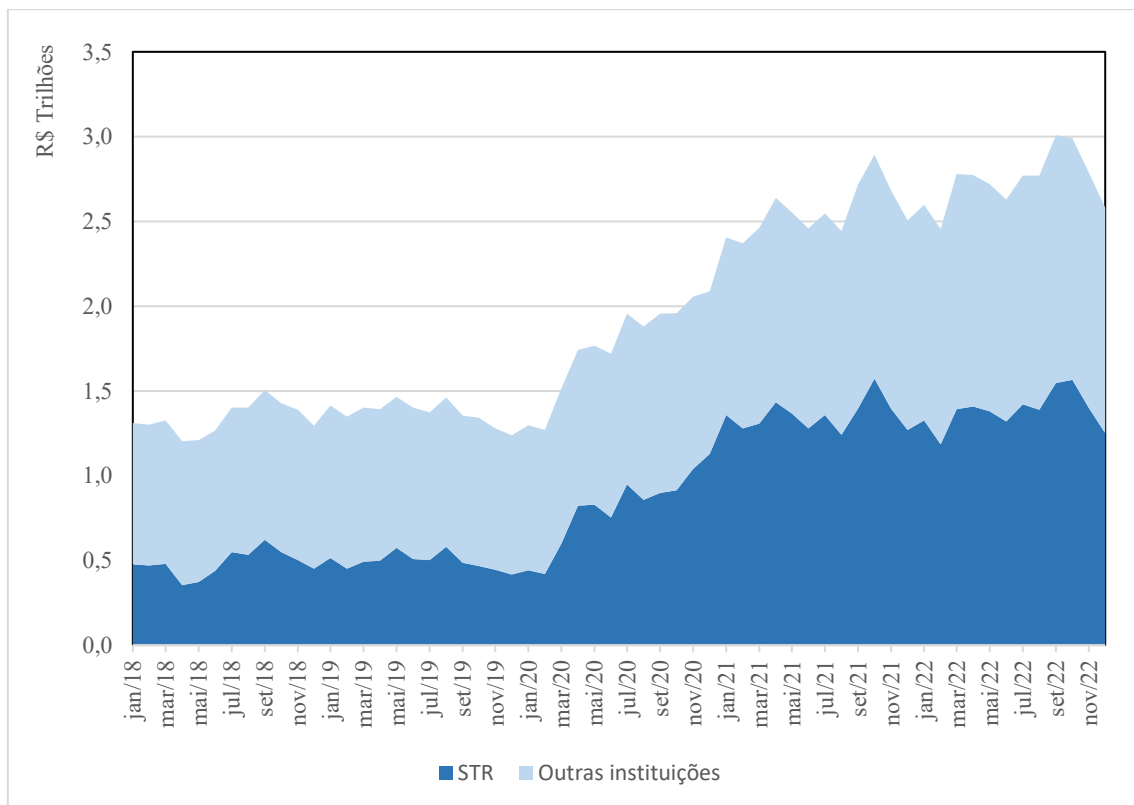
O sistema SELIC registra todas as operações compromissadas realizadas utilizando TPF como colateral no Brasil. Anualmente, o BCB divulga o Relatório de Administração do SELIC, no qual consta o valor financeiro diário médio (mensal) de operações compromissadas liquidadas

¹¹ O SELIC é a infraestrutura de custódia de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e de registro e liquidação de operações com esses títulos. As liquidações no Selic ocorrem por meio do mecanismo de entrega contra pagamento (*Delivery versus Payment - DVP*), que opera no conceito de Liquidação Bruta em Tempo Real (LBTR), o que significa que as operações são liquidadas uma a uma por seus valores brutos em tempo real. O Selic se enquadra, enquanto depositário, nos conceitos de CSD (*Central Securities Depository*) e SSS (*Securities Settlement System*) (BCB, s.d.).

por meio do sistema. Esses dados são divididos entre as operações realizadas entre instituições que possuem contas no Sistema de Transferência de Reservas (STR) e o mercado como um todo. O STR é um sistema eletrônico que permite a transferência de liquidez entre instituições que possuem reservas no BCB.

Além do BCB, participam do STR bancos comerciais; bancos múltiplos; caixas econômicas; bancos de desenvolvimento; bancos de investimento e bancos de câmbio. Operações compromissadas realizadas entre instituições financeiras não-bancárias ou entre um banco e uma instituição financeira não-bancária não são liquidadas através do STR. Entre 2018 e 2022, se vê um crescimento significativo no valor financeiro das operações compromissadas, notadamente após o início da pandemia da Covid-19. De 2018 a março de 2020, o valor financeiro diário médio das operações compromissadas realizadas no sistema SELIC variou entre R\$ 1,20 trilhão e R\$1,52 trilhão, escalando rapidamente até atingir o pico de R\$3,01 trilhões em setembro de 2022 (Figura 06).

Figura 6 - Valor Financeiro Diário Médio de Operações Compromissadas Realizadas Dentro e Fora do Sistema de Transferência de Reservas (STR)



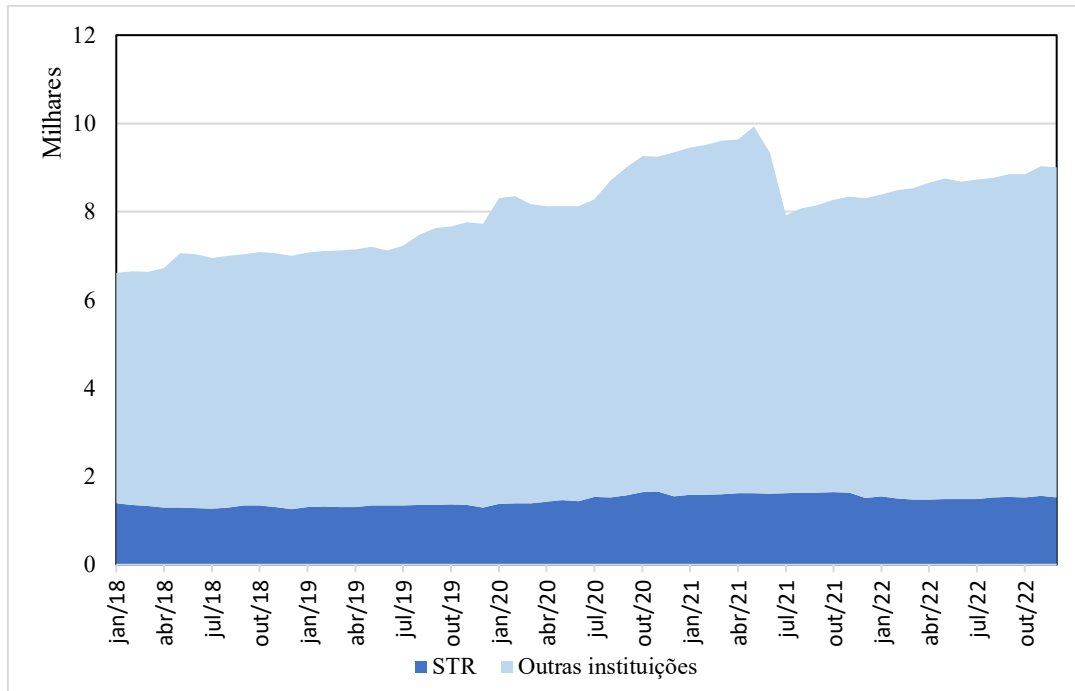
Fonte: BCB (2023a)

Esse aumento se deve em parte a um aumento nas operações liquidadas via STR, ou seja, realizadas por bancos: até 2020, o valor financeiro diário das operações realizadas por outras

instituições era em média 50% maior que o das operações realizadas por instituições que integram o STR. Porém, as operações feitas entre instituições que possuem contas no STR – nomeadamente o BCB, seus *dealers* e os outros bancos – aumentaram de forma significativa a partir de março de 2020, o que se deve largamente ao expansionismo em reação aos efeitos econômicos da pandemia. Entre março de 2020 e dezembro de 2022, as operações compromissadas liquidadas dentro e fora do STR, e uma quantia virtualmente equivalente foi negociada a cada dia. Vale ressaltar que as operações liquidadas fora do STR podem servir como uma espécie de *proxy* para operações compromissadas realizadas entre bancos e fundos de investimento, mostrando a sua importância para a provisão de liquidez do sistema financeiro brasileiro.

O valor financeiro das operações compromissadas entre instituições que possuem contas no STR aumentou muito. Porém, a quantidade diária média de operações permanece aproximadamente a mesma desde 2018: o número de operações realizadas entre essas instituições variou entre 1.000 e 1.600 por dia, mesmo que a quantia transacionada tenha aumentado consideravelmente. A quantidade diária média de operações realizadas fora do STR foi substancialmente maior, permanecendo entre cinco e seis mil até meados de 2019, quando escalou até atingir o seu pico de 8.310 operações em maio de 2021. Desde então, houve uma queda, porém essa quantidade se manteve na casa dos sete mil ao longo de 2022 (Figura 07). Isso mostra que, enquanto a quantidade de operações permanece relativamente a mesma entre os bancos independentemente do aumento no valor financeiro dessas operações, as operações entre bancos e fundos de investimento têm uma quantidade mais volátil, destacando-se o aumento substancial no período do auge da pandemia da Covid-19. Enquanto os bancos tendem a fazer poucas operações, mesmo que seu valor financeiro seja grande, entre si e com o BCB, enquanto realizam mais operações com valores financeiros inferiores com os seus fundos. A divergência entre a relativa estabilidade na quantidade diária média de operações compromissadas liquidadas via STR e a variação no seu valor financeiro se deve à forma com a qual o mercado de compromissadas está estruturado no Brasil. Este mercado é basicamente organizado pelo BCB, com as transações sendo realizadas via SELIC. Isso acontece pois, é por meio desse sistema, que são negociadas compromissadas colateralizadas por TPF, que compõem uma parte significativa dos ativos das instituições financeiras brasileiras.

Figura 7- Quantidade Diária Média de Operações Compromissadas Realizadas Dentro e Fora do Sistema de Transferência de Reservas (STR)



Fonte: BCB (2023a)

Os bancos, por sua vez, tendem a recorrer de forma cada vez mais intensa a instituições financeiras não-bancárias para a realização de suas operações, em particular fundos de investimento de curto prazo que operam no mercado monetário por meio de operações compromissadas. Esses fundos não possuem acesso direto ao Banco Central, mas como o sistema financeiro brasileiro é organizado em torno de grandes conglomerados financeiros (FMI, 2018), os fundos de investimento são, na sua maioria, parte desses conglomerados liderados por bancos. As compromissadas são comumente feitas entre os bancos e os fundos de investimento que fazem parte do mesmo conglomerado. Embora os fundos possuam muita liquidez, a estrutura regulatória do sistema financeiro nacional não os permite extensão de crédito. Logo, pode-se considerar que essas instituições têm uma relação simbiótica com os bancos.

Os fundos de investimento dependem dos bancos que lideram os conglomerados para terem acesso ao BCB. Isso é particularmente verdadeiro no caso de fundos de curto prazo que investem em instrumentos com prazos de até 60 dias: como não é desejável que operem a descoberto, estes fundos dependem do financiamento de curto prazo do BCB ao qual os bancos têm acesso. Além disso, os fundos de investimento necessitam dos bancos para realizar as atividades de extensão de crédito que estão fora do seu alcance devido à regulação do sistema financeiro nacional. Pelo lado dos bancos, utilizar os fundos de investimentos – especialmente aqueles que fazem parte do seu conglomerado financeiro – como uma forma de transferir a

gestão do risco dos balanços dos seus clientes é uma grande vantagem. Se os ativos mais arriscados estão fora dos balanços do banco, o risco de problemas associados à liquidez caso haja turbulências nos preços dos rendimentos dos ativos é menor.

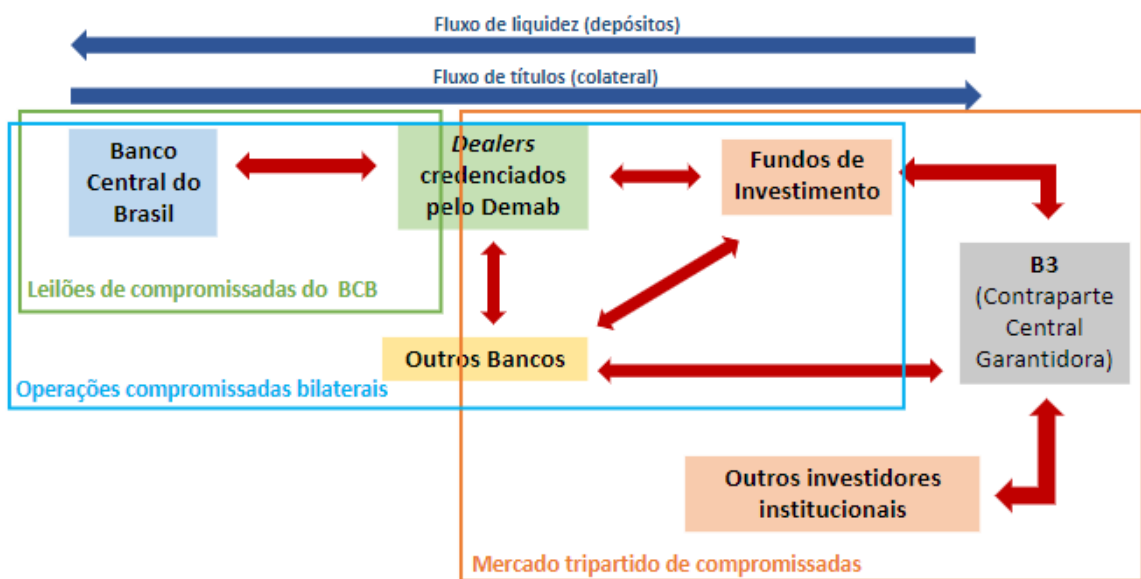
Os fundos de investimento também são úteis para que os bancos se aproveitem dos instrumentos disponíveis a eles para financiar sua carteira de títulos, o que ocorre via compromissadas entre bancos e fundos. Então bancos, como instituições com acesso ao financiamento de curto prazo do BCB, e fundos de investimento, com sua abundância de liquidez, se firmam como a espinha dorsal do sistema financeiro brasileiro. A estrutura do mercado de *repo*, ou operações compromissadas, no Brasil, se baseia na transferência da liquidez dos fundos de investimento aos bancos – geralmente entre instituições de um mesmo conglomerado financeiro – e dos bancos ao BCB. Isso significa que os fundos de investimento atuam como os principais provedores de liquidez do mercado.

Algumas inovações tecnológicas no mercado de compromissadas foram implementadas no sistema financeiro brasileiro nos últimos anos. Em 2021, foi criada uma plataforma de *Pre-matching*. Essa ferramenta, cujo uso será obrigatório para qualquer operação envolvendo títulos públicos até o final de 2023, foi criada em uma parceria entre o SELIC e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) com o objetivo de automatizar o “batimento”, ou seja, a checagem de informações de transações de compra e venda de títulos. Isso torna mais rápida a troca de informações entre instituições financeiras, particularmente no caso de operações de intermediação que envolvem mais de um comprador e vendedor. Para operações compromissadas, a plataforma de *Pre-matching* reduz a complexidade envolvida nas negociações, além de permitir a especificação do tipo de título utilizado como colateral (BCB, 2023d). A introdução dessa plataforma é um indicativo de que o BCB está adotando medidas para tornar o mercado de compromissadas mais automatizado e menos dependente do mercado de balcão, mostrando esforços de criar no Brasil um mercado de estrutura mais similar àquela dos EUA.

Outra inovação importante no sistema SELIC é o desenvolvimento de produtos que envolvem a realização de operações compromissadas junto à B3, a única bolsa de valores em operação no Brasil. A introdução desses produtos marca a primeira tentativa de desenvolvimento de um mercado para *repo* tripartido no Brasil. Os produtos, que se chamam Empréstimo e Operação Compromissada de TPF, fazem com que as operações compromissadas transcendam o mercado de balcão, o que permite a participação de novos agentes (BCB, 2023d).

Nesse tipo de produto, a B3 atuará como Contraparte Central (CCP) nas operações compromissadas, assumindo o risco de crédito. A B3 também será responsável pela administração do colateral – títulos públicos – que serão de livre movimentação. Esse novo produto introduz um novo elemento no sistema financeiro brasileiro: operações compromissadas tripartidas com a B3 agindo como banco de compensação. Os títulos negociados serão transferidos para a contraparte e ficarão disponíveis para livre movimentação. Isso permitirá que investidores institucionais que não poderiam participar do mercado de compromissadas anteriormente devido a questões de estratégia e tamanho participem nessa nova estrutura (B3, 2023). Na figura 08 está disposta a dinâmica aproximada dos mercados de operações compromissadas no Brasil.

Figura 8- Dinâmica dos Mercados de Compromissadas no Brasil



Fonte: Elaboração própria

5 COMPREENDENDO AS ESPECIFICIDADES BRASILEIRAS: UMA INTEGRAÇÃO TEÓRICA

A estrutura de mercados financeiros na periferia é comumente vista sob a lente da sua integração subordinada na economia global. No Brasil, o reflexo dessa integração nos mercados internacionais se expressa no perfil de suas exportações, e, portanto, no seu caminho de acesso a reservas internacionais. O país é majoritariamente dependente da exportação de *commodities* derivadas da agricultura ou do extrativismo mineral, principalmente minério de ferro, soja e petróleo bruto (The Growth Lab at Harvard University, 2023). A consolidação do papel do Brasil como exportador de produtos primários nas cadeias de valor global reflete uma dependência em produtos cujos preços são marcados por instabilidade e volatilidade. Por isso, mesmo que o saldo da sua balança comercial seja consistentemente positivo, a economia brasileira lida com um déficit crônico na conta corrente, atribuído a dividendos e juros pagos ao resto do mundo (Banco Central do Brasil, 2023e). Para estabilizar seu balanço de pagamentos nesse cenário, o país depende de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e de investimentos em carteira.

Contrabalancear a volatilidade de preço das suas exportações requer taxas de juros elevadas e uma política de acúmulo de reservas internacionais, as quais acabam por ser medidas necessárias para a atração de capital estrangeiro. Porém, esses fluxos de capital são voláteis e tendem à fuga em momentos nos quais ocorrem mudanças na conjuntura internacional (Becker et al, 2010). À título de exemplo, ao longo dos quatro primeiros meses da pandemia da Covid-19, a fuga de capital dos mercados bolsista e de títulos brasileiros atingiu US\$ 30,5 bilhões, o que correspondeu a 1,6% do PIB brasileiro em 2019 (Schipani; Wheatley, 2020).

A vulnerabilidade externa da economia brasileira, porém, não se reflete na economia doméstica: sua estrutura diversificada garante uma base fiscal sólida. Apesar de ser uma das principais exportações do país, a agricultura tipicamente corresponde a cerca de 7 a 8% do PIB, enquanto o extrativismo mineral corresponde a aproximadamente 5% (IBGE, 2023). A diversidade da economia doméstica e da base fiscal, associada à capacidade institucional do Estado permitiram que fossem arrecadados 33% do PIB em 2021, o que corresponde à média dos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e ultrapassa o cenário visto em outros países da América Latina: a arrecadação do México, Chile e Colômbia corresponderam a cerca de 20% do PIB dessas economias.

Uma outra característica da economia brasileira é o alto custo com o qual o Estado arca para reduzir o risco dos mercados financeiros: o custo anual do serviço da dívida atingiu 6% do PIB em 2021 – quase duas vezes o custo anual da saúde pública – para um estoque de dívida que foi equivalente a 80% do PIB no mesmo ano (IBGE, 2023). O alto custo implica uma regressividade da política fiscal, que favorece os interesses do setor financeiro doméstico e externo.

O acúmulo de reservas internacionais no *boom* das *commodities* dos anos 2000 foi um dos fatores que mais contribuiu para o aumento do volume e para a normalização do mercado de *repo* no Brasil (Pellegrini, 2017). A alta nos preços das *commodities* e a abundância de liquidez internacionais resultaram em um aumento no volume da entrada de fluxos de capital estrangeiro no país. O BCB adotou as operações *repo* (reversas) como o instrumento utilizado para esterilizar esta entrada de divisas (Kaltenbrunner; Paineira, 2018; Fritz; Prates, 2018).

No Brasil, o mercado de câmbio é quase tão grande quanto seu mercado de títulos, sendo um dos maiores e mais líquidos entre as economias emergentes (Bortz; Kaltenbrunner, 2018). Isso é particularmente verdadeiro no caso do mercado de derivativos cambiais (IMF, 2018). A predominância do mercado de derivativos se dá devido ao fato do mercado de *spot* cambial ser altamente restrito e regulado, fazendo com que investidores institucionais domésticos e estrangeiros deem preferência ao mercado de derivativos, aumentando sua profundidade e liquidez. Essa preferência faz com que o mercado de derivativos de câmbio seja um dos principais determinantes da taxa de câmbio do mercado de *spot* (Fahri; Prates; Abouchedid, 2017).

É possível argumentar que o mercado de *repo* e o mercado de câmbio – especialmente no caso dos *swaps* cambiais – têm funções similares, e logo, ambos seriam mecanismos de criação de *shadow money*. Seguindo essa lógica, a semelhança entre esses instrumentos viria da ideia de que ambos consistem em um contrato de venda de um ativo com compromisso de recompra a um preço preestabelecido. Tanto *repo* quando operações de *swap* cambial permitem uma expansão da alavancagem internacional. A diferença entre o depósito inicial e o depósito com juros adicionados pagos numa operação *repo* ao emprestador se assemelha à forma que pagamentos são feitos em operações de *swap* cambial (Borio; McCauley; McGuire, 2017). Por outro lado, essas operações estão sujeitas à restrição da liquidez inicial dos agentes participantes enquanto *repos* só necessitam da disponibilização de ativos como colateral, algo que pode ser feito através de outras *repo*, não estando restritas à liquidez inicial de qualquer uma das partes.

Assim, enquanto *swaps* são uma “troca” de depósitos, *repos* expandem os balanços de instituições financeiras participantes ao aparecer tanto no lado do passivo como um depósito quanto do lado do ativo como um empréstimo *repo* (Dafermos; Gabor; Mitchell, 2023).

Títulos de dívida pública são os ativos utilizados como colateral para *repo* de forma mais comum no Brasil. Isso é verdadeiro tanto para operações entre bancos “tradicionais” e o BCB quanto para operações que envolvem o restante do sistema financeiro. Esse mercado, por sua vez, é influenciado tanto pela inserção subordinada do país no sistema financeiro internacional quanto pelo seu processo específico de titularização da dívida pública. Um fator de peso para a organização desse mercado foi o período de hiperinflação da década de 1980. Como os títulos de dívida pública existentes no período não forneciam proteção suficiente contra a alta inflação, a introdução de novos títulos foi a alternativa adotada para a sustentação das operações de mercado aberto. Em 1987, o Tesouro Nacional introduziu as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), hoje chamadas de Tesouro Selic, títulos indexados à taxa de juros básica, a Selic (Bevilaqua; Werneck, 1998). Mais tarde, em meio aos diversos planos de combate à inflação malsucedidos, foram introduzidos também títulos indexados à inflação (IPCA), as Notas do Tesouro Nacional da série B (NTN-B), em conjunto com outras Notas do Tesouro Nacional¹².

Mesmo que dados específicos a respeito de que títulos são utilizados como colateral para *repo* não estejam disponíveis em fontes oficiais, observações importantes podem ser obtidas a partir do balanço do BCB. Títulos pré-fixados, como NTN-Fs e LTNs¹³, não têm grande peso. Os títulos de maior importância são as NTN-B – indexadas à inflação – e as LFT – indexadas à taxa Selic (BCB, 2023a). Ainda que seja provável que a volatilidade da taxa de inflação e da taxa básica de juros da economia brasileira influenciem a popularidade desses títulos, essa característica não é a única razão da sua popularidade. Um fator que influencia a preferência por títulos da dívida pública indexados é a inalterabilidade dos seus preços face aos aumentos bruscos de taxas de juros ou de inflação. Mesmo que as taxas de juros nominais dos títulos variem, os seus preços não irão sofrer grandes alterações. Isso torna os títulos indexados ideais

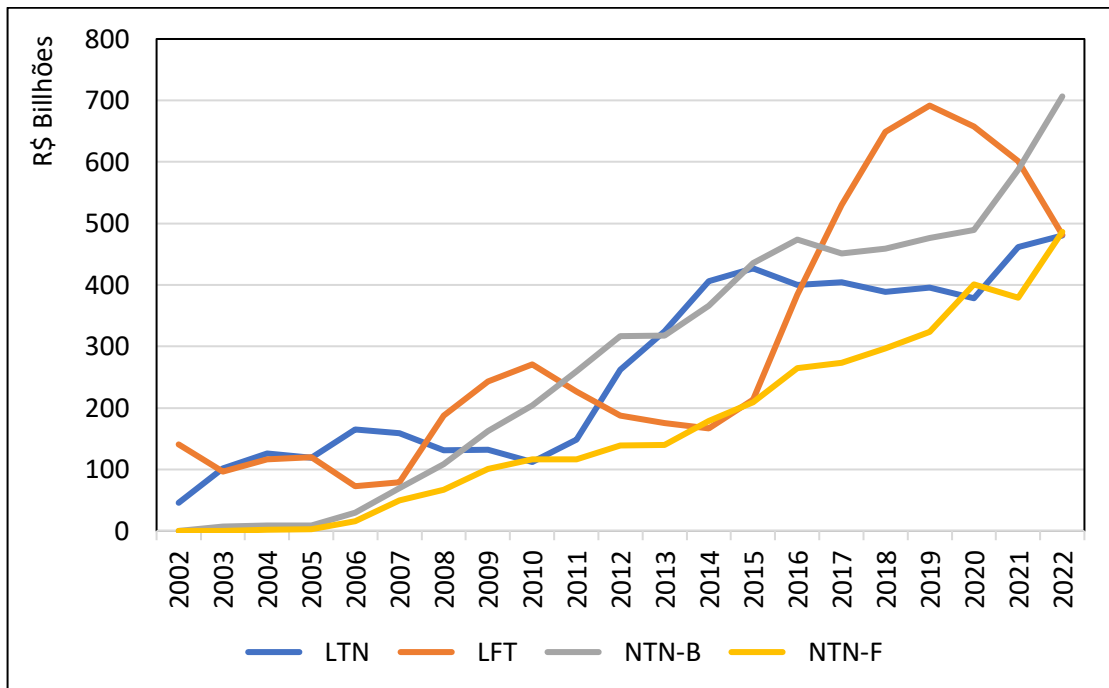
¹² As NTN-B foram introduzidas em conjunto com outras Notas do Tesouro Nacional. Entre elas estão as NTN-C (indexadas ao IGP-M), NTN-F (pré-fixadas) e as NTN-D (indexadas ao dólar). As NTN-D e NTN-C – desde 2003 e 2006 respectivamente – não são mais emitidas, e apesar de ainda serem negociadas no mercado secundário não representam uma parcela significativa do mercado de títulos públicos no Brasil (Leal; Carvalhal-da-Silva, 2008). Entre as Notas do Tesouro Nacional introduzidas no início da década de 1990, somente as NTN-F e NTN-B permaneceram relevantes no mercado.

¹³ Ambos os títulos são pré-fixados, indexados à taxa de juros dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI) no momento da compra. Porém, enquanto os juros da NTN-F são pagos mensalmente, os juros das LTNs são pagos somente na data de vencimento do título.

para serem utilizados como colateral em operações *repo*: como não há risco de queda nos seus preços, a probabilidade de *haircuts* ou *margin calls* se reduz substancialmente. O risco desses títulos é transferido para o Tesouro Nacional, que acaba por arcar com os custos dos aumentos na rentabilidade dos títulos: em 2022, a taxa média de juros dos títulos de dívida pública manteve-se por volta de 12-14% (Tesouro Nacional, 2023).

O mercado como um todo favorece então os títulos indexados. As LFT parecem ter a preferência por taxas de juros indexadas à taxa Selic, o que aumenta sua demanda em períodos de inflação, fuga de capitais e instabilidade financeira em geral, que geralmente correspondem a períodos de aumento na taxa de juros básica (Pellegrini, 2017). Esse comportamento se torna evidente na Figura 09, com as LFT se tornando mais relevantes no balanço do BCB no período que sucede à Crise Financeira Global de 2008 e, posteriormente, na crise econômica e política brasileira de 2014-16 dado a fuga de capitais que ocorreu no período. A pandemia da Covid-19 foi uma exceção, pois apesar da instabilidade, a taxa Selic atingiu seu mínimo histórico de 2%. Uma outra tendência perceptível é o crescimento lento, porém constante, das NTN-B, chegando a ultrapassar não só os títulos pré-fixados como também as LFT. Cabe enfatizar que por ter taxas indexadas ao IPCA, as NTN-B são um indicador prévio de aumentos nas taxas de juros.

Figura 9 – Títulos da dívida pública no balanço do BCB



Fonte: BCB (2023b)

Depósitos *repo* se tornaram, ao longo das últimas duas décadas, um dos principais passivos de bancos comerciais. Eles são ultrapassados apenas pelos depósitos bancários: em 2022, *repos* corresponderam a 17% dos passivos dos bancos comerciais, enquanto os depósitos corresponderam a 28% (BCB, 2023f). O ganho de relevância das *repo* é uma das explicações para a expansão do crédito bancário de curto prazo, visível principalmente no caso do crédito ao consumidor. A necessidade de expansão dos ativos bancários surge como forma de compensação do aumento nos seus passivos causado pelas *repo* (Kaltenbrunner; Paineira, 2018). Devido às altas taxas de juros, o crédito ao consumidor de curto prazo representa uma fonte de lucro importante para o sistema bancário brasileiro.

Uma outra fonte importante de lucro para os bancos brasileiros são os TPF, que correspondem a 24% dos ativos do setor (BCB, 2023f). Mesmo que isso também inclua títulos privados, como as Letras de Crédito emitidas pelos próprios bancos, a parcela de títulos públicos é significativa. Essa parcela é aproximadamente a mesma vista nos EUA, onde o mercado de títulos – tanto públicos quanto privados – é muito mais líquido e profundo que aquele do Brasil, correspondendo a cerca de 25% dos ativos do setor bancário em 2022 (FDIC, 2022). Como o mercado de títulos brasileiro é majoritariamente composto por TPF, é possível afirmar que a maior parte dos títulos presentes nos balanços dos bancos brasileiros são também públicos.

As transformações no setor bancário introduzidas pelo desenvolvimento do mercado de *repo* parece seguir a ideia da hierarquia de moeda/crédito organizada de acordo com sua liquidez (Poszar; 2014; Mehrling et al., 2013; Gabor; Vestergaard, 2016). Assim, mudanças nas camadas superiores – mais líquidas – influenciam a oferta de crédito nas camadas inferiores. Ainda assim, a expansão do crédito ao consumidor entre 2003 e 2014 não pode ser resumida ao aumento de liquidez no lado da oferta proporcionada pela popularização de operações *repo*.

No lado da demanda, políticas públicas foram fundamentais. Entre estas, programas de aumento do crédito direcionado a empresas não-financeiras e pessoas físicas por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil, sendo os dois últimos bancos sob controle – majoritariamente – estatal. Esses programas apoiaram a habilidade de pagamento da economia como um todo e estimularam a demanda de crédito ao consumidor (De Paula et al., 2015; Ferreira et al., 2014). Mesmo a agricultura, setor tido como o de maior sucesso no que diz respeito a exportações, depende de crédito subsidiado: o Plano Safra – que tem o Banco do Brasil como principal

veículo –, fornece crédito à agricultura com taxas de juros reduzidas, sendo um dos principais fomentadores da agropecuária brasileira (De Paula et al., 2013).

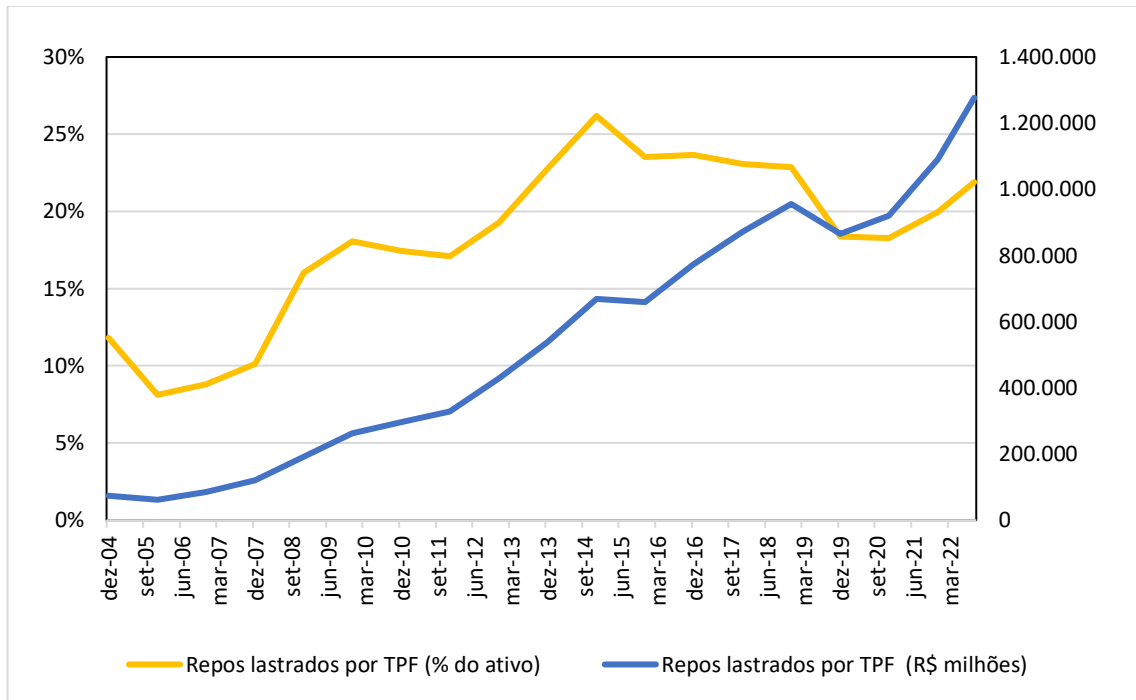
A estrutura atual das finanças internacionais tem as instituições financeiras não-bancárias como um dos principais participantes do mercado de *repo*, servindo como um dos maiores provedores de liquidez para a economia como um todo. O Brasil não é exceção a essa regra, apesar de ter especificidades relacionadas à sua inserção subordinada e tardia nas finanças internacionais. O aumento na participação dessas instituições pode ser visto por meio do aumento do patrimônio líquido de fundos de investimento ao longo das últimas décadas: em 2006, o patrimônio líquido dessas instituições equivalia a 40,8% do PIB, e em 2022, a 7,47% (ANBIMA, 2023).

Esse aumento se deve em parte à busca por liquidez no mercado doméstico no período da crise de 2014-16, quando a fuga de capitais tornou a liquidez no mercado internacional escassa. O cenário da economia doméstica também foi fundamental para esse crescimento. Um exemplo é o caso dos fundos de pensão, cujo crescimento é relacionado a reformas no sistema público de previdência: desde 1993, diversas reformas nesse sistema estimularam a migração à previdência privada, em especial a reforma de 2016 (Lavinias, 2018). Fundos de pensão têm incorporado uma parcela crescente dos títulos públicos disponíveis nos seus balanços, mostrando um envolvimento crescente com o mercado secundário. Logo após a Crise Financeira Global, fundos de pensão tinham a posse de cerca de 16,9% dos títulos públicos no mercado. Em 2022, eles possuíam 22,8% desses títulos (Tesouro Nacional, 2023).

Instituições financeiras não-bancárias controlam uma parcela crescente do mercado de títulos da dívida pública. Isso se deve em parte à relação simbiótica que têm com bancos no mercado de *repo*, no qual as operações são majoritariamente colateralizadas por esses títulos (ANBIMA, 2015). A influência dessas instituições é inquestionável. Essas instituições – que compõem o *shadow banking* no Brasil – são majoritariamente propriedade de grandes conglomerados financeiros. Entre os maiores fundos em termos de *Assets under Management* (AuM) em 2022, só um não fazia parte de um grande conglomerado financeiro (ANBIMA, 2023).

Além dessa particularidade, fundos brasileiros apresentam uma outra característica específica: estão majoritariamente investidos em títulos da dívida pública e no mercado de *repo* – o qual usa esses títulos como forma prioritária de colateral. Em 2022, títulos da dívida pública corresponderam a 45% dos ativos de fundos (Figura 10). No mesmo ano, fundos de investimento tinham a posse de 46% dos títulos públicos disponíveis ao mercado, enquanto bancos tinham a posse de 29% deles (Tesouro Nacional, 2023).

Figura 10 – Repos Lastrados por TPF Relativos ao Total do Ativo de Fundos de Investimento (Eixo Primário) e total em R\$ Milhões (Eixo Secundário).



Fonte: ANBIMA (2022)

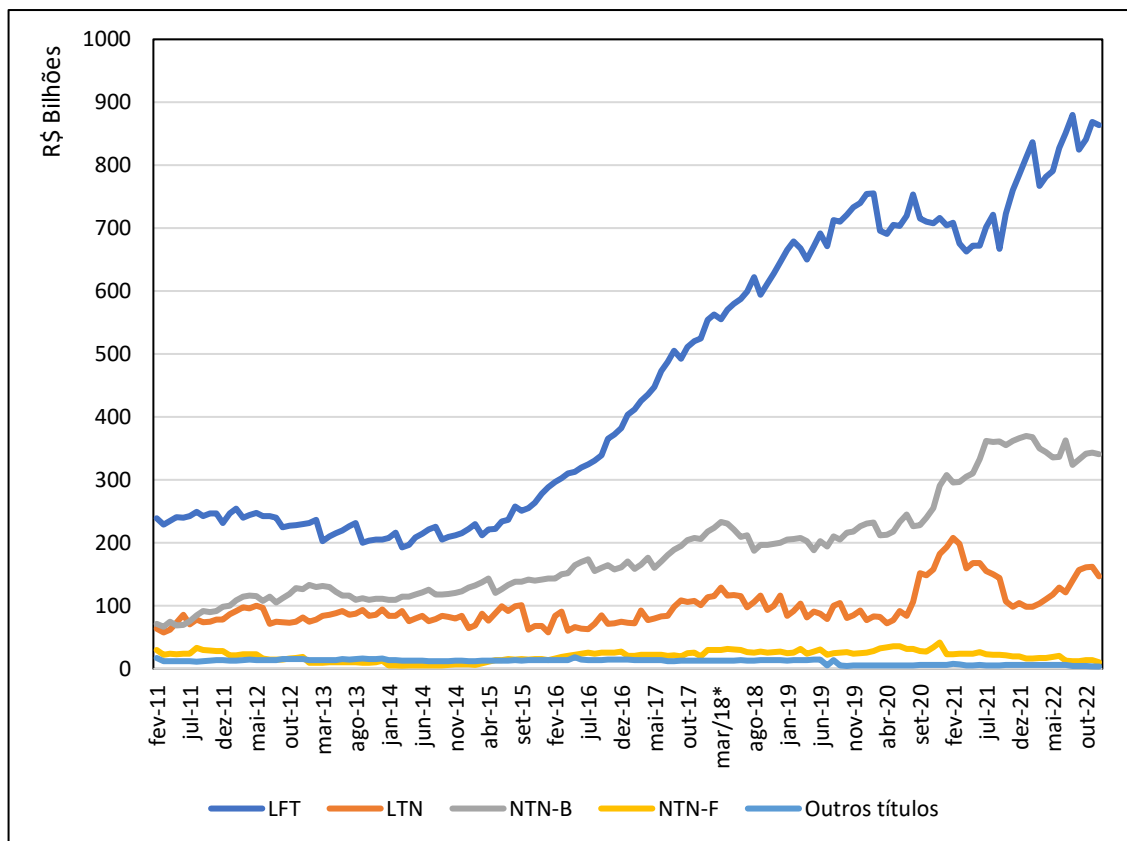
A fuga de capitais ao longo da crise econômica de 2014-16 levou a um aumento no volume de títulos sob a posse de fundos, conforme os bancos se voltavam a estes fundos como uma fonte alternativa face ao secamento da liquidez nos mercados internacionais. Operações compromissadas que têm TPF como colateral têm representado uma parcela crescente dos ativos de fundos de investimento, tendo aumentado substancialmente desde a crise econômica de 2014-16. Nesse período, fundos de investimento foram utilizados como fontes importantes de liquidez para o restante do sistema financeiro.

Entre os TPF, os títulos pós-fixados parecem ter sido favorecidos também pelos fundos de investimento. As LFT e as NTN-B, indexadas à taxa Selic e ao IPCA respectivamente, parecem ser favorecidas por fundos de investimento de diversos tipos. As LFT parecem ser mais favorecidas, sendo bastante demandadas como colateral para operações *repo* por serem indexadas à taxa Selic, historicamente alta. Esses títulos cresceram no balanço de fundos desde a crise de 2014-16, excedendo os títulos de outras modalidades, mesmo aqueles também pós-fixados como as NTN-B.

O aumento de quase R\$700 bilhões entre 2015 e 2022 no volume de LFT permite a elaboração de algumas considerações sobre o seu uso. Isso diz respeito não só ao uso de LFT como uma

forma de “porto seguro” em tempos de crise – devido à sua indexação – mas aos aspectos fundamentais da forma com a qual o *shadow banking* funciona no Brasil (Figura 11). Além de reafirmar a importância de taxas de juros altas para a sustentação da economia brasileira, o crescimento da relevância das LFT nos balanços de fundo também fornece uma visualização da dependência em títulos indexados. Então, as LFT e as NTN-B atuam tanto como colateral para operações *repo* como também – diretamente – como uma fonte de lucro para fundos e seus investidores.

Figura 11 – Volume de títulos da dívida pública nos balanços de instituições financeiras não-bancárias (R\$ bilhões)¹⁴



Fonte: Tesouro Nacional (2023)

O crescimento observado nos mercados de *repo* e de TPF nas últimas duas décadas ocorreu mesmo com toda a vulnerabilidade a variações da liquidez internacional¹⁵. Esses mercados são denominados em Reais, e logo, estão sujeitos a variações na taxa de câmbio. Por ser uma fonte

¹⁴ A categoria “outros títulos” incluem títulos que não são mais emitidos pelo Tesouro mas ainda estão no mercado. Notadamente, as NTN-C, indexadas ao IGP-M (Tesouro Nacional, 2023).

¹⁵ Como um sinal de constante volatilidade dos fluxos de capital internacionais, as intervenções do BCB sob a forma de swaps cambiais chegaram a atingir R\$2 bilhões por semana ao longo de 2016, mesmo que o estoque de reservas internacionais estivesse em níveis historicamente altos (Musthaq, 2021).

de instabilidade financeira em potencial em decorrência de flutuações na taxa de câmbio, essa característica poderia ser um impeditivo para o desenvolvimento e crescimento do *shadow banking* no Brasil. Além do caráter subordinado da inserção do Brasil na economia global, o país lida com variações bruscas na sua moeda local desde o processo de liberalização dos mercados na década de 1990. Em uma estrutura de mercado baseada em títulos pré-fixados, essas variações poderiam levar a uma significativa volatilidade nos preços de títulos públicos, dificultando o seu uso como colateral para operações *repo*. Porém, a organização e o alto nível de indexação dos mercados de TPF impede esse cenário: o *de-risking* executado pelo Estado brasileiro no que diz respeito à sustentação dos preços de ativos ultrapassa o que é visto nos países centrais. A estabilidade monetária nas hierarquias financeiras doméstica e internacional depende do papel do Estado enquanto mobilizador de recursos da economia como um todo em apoio às relações de crédito, que por sua vez sustentam a demanda por liquidez no mercado monetário brasileiro.

O papel do Tesouro Nacional enquanto garantidor da estabilidade no mercado de títulos de dívida pública compensa as limitações à atuação do BCB nos mercados monetários. Notadamente, esse é o caso de programas de *Quantitative Easing*, que se tornaram rotineiros para bancos centrais de grande parte das economias centrais. Mesmo que esses programas tenham sido legalmente autorizados no Brasil em 2020, eles não chegaram a ser postos em prática (Grasselli, 2021). Num cenário de escassez de liquidez como o que foi visto ao longo da pandemia da Covid-19, a não implementação de programas desse tipo só foi possível devido à forma com a qual o Tesouro Nacional sustenta o mercado de títulos públicos. Ao oferecer juros muito altos em títulos indexados, cujo pagamento é arcado pelo Estado, o Tesouro Nacional mitiga o risco de problemas associados à precificação desses títulos. Isso requer uma autoridade fiscal sólida, que apoia a estrutura do Sistema Financeiro Nacional nesse cenário de instabilidade e vulnerabilidade por meio da manutenção de superávits primários constantes e da imposição de limites rigorosos aos gastos do governo.

Por outro lado, a estrutura específica dos mercados monetários no Brasil auxilia a compreensão da postura mais radical do BCB no que diz respeito à inflação, como se observou nos últimos dois períodos de aperto monetário: entre 2014 e 2015 e, mais recentemente, entre 2021 e 2022. Esses aumentos na taxa de juros – mais extremos que os vistos em economias centrais – são possíveis pois o seu impacto sobre o preço dos títulos públicos indexados é quase nulo, o que não ocorre em mercados baseados em títulos prefixados. Como esses títulos são o colateral preferencial para *repos*, a resiliência dos seus preços leva a um menor risco de *haircuts* ou de

margin calls no mercado financeiro brasileiro. Assim, o BCB pode aumentar a meta da taxa Selic sem que haja risco de desestabilizar o mercado de *repo*. Além disso, essa estrutura encoraja a arbitragem e o *hedging* por parte do mercado, com instituições podendo manter diferentes TPF ligados aos índices que apresentarem rentabilidade mais desejável de acordo com a conjuntura econômica. Esse comportamento pressiona o BCB e o Tesouro Nacional, que precisam alinhar as metas de juros e inflação à demanda pelos diferentes títulos de dívida pública, introduzindo ao Sistema Financeiro Nacional uma forma específica de fragilidade financeira.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A literatura pós-keynesiana se debruça largamente sobre o avanço dos mercados financeiros e suas implicações para as políticas fiscal e monetária. Desde a ideia de preferência por liquidez e a hipótese de fragilidade financeira, o comportamento cíclico das finanças e a forma com a qual elas se tornam mais frágeis e instáveis conforme se desenvolvem são centrais. Ao posicionar a liquidez no centro da análise, abordagens de tradição minskiana permitem uma maior compreensão da interação entre diferentes instituições financeiras e dos mecanismos de criação e gestão de liquidez. Desde meados do século XX, a literatura pós-keynesiana explora a constante transformação da organização do sistema financeiro e como ela se reflete na forma com a qual a instabilidade é introduzida.

Após a Crise Financeira Global, o foco tem estado na reinvenção de bancos “tradicionais”, que se voltam a atividades fora das folhas de balanço, e no crescimento de novos agentes que modificam a dinâmica dos mercados monetários por meio da realização de atividades de *shadow banking*. Essas tendências têm como sua principal implicação uma reconfiguração da infraestrutura da política fiscal e monetária, agora sujeitas a restrições impostas pela dinâmica dos mercados (Braun, 2020; Gabor, 2021, 2023).

Essa reconfiguração afetou o papel dos bancos centrais, que atualmente agem tanto como emprestadores de último recurso quanto como *dealers* e *market-makers* de último recurso (Mehrling, 2011; Sissoko, 2020). Sua atuação passa a ser focada no apoio e manutenção dos mercados de *repo* e de colateral – geralmente títulos da dívida pública – garantindo a sua rentabilidade e estabilidade. Isso não só implica providenciar a estrutura legal fundamental ao seu funcionamento, como também na garantia de que eles forneçam a liquidez necessária para o sistema financeiro. Um sistema financeiro baseado no mercado de *repo*, principalmente quando colateralizado por títulos públicos, incentiva a alavancagem e fragiliza o sistema financeiro ao intensificar o encadeamento entre balanços de diversos agentes. No passado recente, se observa um aumento na fragilidade do sistema financeiro. Isso se torna evidente nas pequenas crises que têm origem nos mercados financeiros, como os acontecimentos no mercado de *repo* dos EUA em 2019, a crise bancária que levou o Silicon Valley Bank à falência no início de 2023 ou mesmo a instabilidade nos mercados financeiros vista no início da pandemia do vírus SARS-CoV-2. Ao mesmo tempo em que demonstram o poder de contágio advindo de qualquer pequena instabilidade nos mercados financeiros, esses choques evidenciam as limitações e as competências dos bancos centrais atualmente. Mudanças nos preços de títulos

públicas causadas por decisões de política monetária são uma fonte comum dessas turbulências, assim como a solução para essas mudanças – especialmente após a Crise Financeira Global de 2008 – também tendem a ocorrer por meio de injeções de liquidez por parte dos bancos centrais. Isso indica que a autoridade monetária tem suas decisões restringidas pelo impacto que podem causar aos mercados monetários: com o elevado grau de interconexão entre instituições financeiras e a dependência destas nos mercados de dívida pública titularizada, qualquer mudança nas taxas de juros acaba por desestabilizar os mercados de forma significativa. Porém, essa organização também possibilita que as decisões dos bancos centrais sejam transmitidas de forma mais rápida e eficiente ao mercado: uma variação ínfima nas taxas básicas de juros gera os efeitos esperados pelo banco central em pouco tempo.

A estrutura dos mercados monetários é profundamente conectada com a organização específica dos sistemas financeiros e do caminho de economia política trilhado por cada economia. Mesmo nos EUA, onde se origina a maior parte das tendências que influenciam os mercados globais, esse movimento tem características particulares. Essas características influenciam não só a estrutura legal como também os instrumentos utilizados, o tipo de agente envolvido no mercado e a forma específica de instabilidade que é introduzida por essas dinâmicas. Isso implica também em modificações na forma que os bancos centrais passam a agir para sustentar esses mercados. A subordinação financeira traz consigo particularidades pouco levadas em consideração pela literatura. Enquanto os bancos centrais nas economias centrais têm práticas de *de-risking* focadas em programas de compras de títulos, a inserção subordinada do Brasil no sistema financeiro internacional cria condições específicas às quais o sistema financeiro nacional teve que se adaptar. Mesmo que não seja a única força motivadora para a reestruturação do sistema financeiro, a dependência do país na entrada de capital estrangeiro – que tem sua origem principalmente na exportação de *commodities* – introduz formas específicas de fragilização e vulnerabilidade na economia brasileira. A subordinação financeira não inibiu o desenvolvimento de mercados sólidos de títulos da dívida pública. Assim como nos EUA e na Europa, o mercado monetário brasileiro tem o mercado de *repo* colateralizado por títulos de dívida pública como alicerce. Observa-se desta forma, uma convergência no que diz respeito à função do Banco Central como apoiador do mercado monetário e do papel de *de-risking* do Estado.

A vulnerabilidade externa impõe dificuldades na atuação do BCB, especialmente no caso de alguns instrumentos de política monetária comumente utilizados em economias centrais. Um exemplo emblemático é representado por programas de *Quantitative Easing*, que são tidos pela

autoridade monetária e pelos mercados como de demasiado alto risco de inflação e de desvalorização da moeda. Porém, as particularidades do mercado de títulos públicos brasileiro, concentrado em títulos pós-fixados, levam o BCB a ter a habilidade de implementar decisões de política monetária mais radicais. Isso se torna claro na maneira com a qual a taxa de juros básica da economia pode ser alterada sem os efeitos desestabilizadores observados em sistemas financeiros nos quais títulos pré-fixados predominam. Devido à prevalência de títulos com rentabilidade pós-fixada, em especial aqueles indexados à taxa básica de juros e à inflação, um aumento na taxa de juros não leva a uma queda no preço dos títulos públicos. Por outro lado, o BCB também enfrenta restrições associadas à forma com a qual os mercados são estruturados: a implementação de política monetária excessivamente expansionista, com juros básicos mais baixos, compromete os rendimentos dos investidores e afeta a dinâmica de acumulação de capital no país, dando origem a uma forma específica de volatilidade.

A estrutura do sistema financeiro brasileiro, em conjunto com sua economia doméstica diversificada, sua capacidade fiscal e o caminho histórico de economia política que beneficia e apoia agentes financeiros domésticos, permite que ele execute o seu papel de *de-risking*. O BCB adota a estruturação e o suporte aos mercados de *repo* e de títulos da dívida pública como prioridade. O banco central também é o responsável por garantir a segurança do colateral para o mercado de operações compromissadas, que é o pilar de sustentação do mercado monetário nacional. Junto ao BCB está o Tesouro Nacional, que emite os títulos de dívida pública que servem como colateral essencialmente livre de risco para essas operações. O Estado também passa por uma reconfiguração, focando no *de-risking*. Isso envolve a promoção de reformas fiscais baseadas em Parcerias Público-Privadas, ou seja, na utilização de capital privado para a realização de projetos de política pública ou infraestrutura social. Acoplada a essa promoção, vem a garantia de rentabilidade e pagamento de ativos e a emissão de títulos para financiar e proteger os mercados monetários. Ou seja, o Estado busca replicar a dinâmica competitiva dos mercados, porém sem os riscos associados ao investimento privado, o que incentiva a expansão desordenada das finanças.

A mudança na atuação do Estado e do Banco Central, cujo principal motivador foi a adequação às tendências globais de colateralização das finanças, ocorre associada a diversas políticas que aumentam o alcance e lucratividade de atividades de *shadow banking* no mercado monetário brasileiro, as quais servem basicamente como uma fonte de liquidez para os grandes conglomerados bancários. Os bancos tradicionais se utilizam dos fundos de investimento que fazem parte do mesmo conglomerado para a realização de atividades mais arriscadas sem que

seus balanços sejam comprometidos, tendo o suporte do BCB e do Estado para isso. A forma específica de *de-risking* imperante no Brasil é voltada à satisfação das necessidades do capital nacional e internacional. Mesmo que essas políticas garantam a solidez do mercado monetário brasileiro, elas são acompanhadas pelo alto custo social gerado pela canalização de recursos públicos para os mercados financeiros nacionais e internacionais e pelo alto custo fiscal associado à sustentação desses mercados.

A fragilização financeira que a organização atual dos mercados monetários e suas implicações para o papel de bancos centrais e Estados se mostra presente nos pequenos choques que ocorreram no mercado de *repo* ao longo dos últimos anos. Uma das manifestações desse processo foi aquele quando o Federal Reserve adotou uma postura contracionista face às pressões inflacionárias entre 2022 e 2023, levando a problemas de solvência entre instituições financeiras. O banco comercial Silicon Valley Bank foi afetado por uma “corrida ao banco” após a desvalorização dos títulos da dívida pública em sua carteira de ativos. Esses títulos, apesar de serem, em tese, seguros, tiveram uma queda pronunciada nos seus preços, levando a um descasamento entre ativo e passivo no seu balanço que gerou incerteza sobre sua capacidade de pagamento (Vandeveldt et al., 2023). Isso levou eventualmente à falência do banco e a riscos de contágio para outras instituições financeiras, que já sofriam com a escassez de liquidez nos mercados monetários. Uma crise bancária de maiores proporções só não ocorreu devido a linhas de crédito emergenciais do Federal Reserve, refletindo a forma com a qual bancos centrais e Estados buscam mitigar qualquer turbulência nos mercados monetários. Porém, uma crise financeira sistêmica com origem nas atividades dos *shadow banks* nos mercados monetários nunca ocorreu. A elevada interconexão entre balanços de diferentes agentes exacerba a fragilidade financeira do sistema financeiro internacional. Um choque de proporções grandes o suficiente para que o suporte de Estados e bancos centrais não seja o bastante pode ter implicações devastadoras para a estabilidade, por mais variegadas que sejam as diferentes organizações dos mercados monetários.

REFERÊNCIAS

- ACHARYA, Viral V.; ONCU, S. The repurchase agreement (repo) market. **Regulating Wall Street**, p. 319-350, 2011.
- ADRIAN, Tobias; ASHCRAFT, Adam B. Shadow banking regulation. **Annu. Rev. Financ. Econ.**, v. 4, n. 1, p. 99-140, 2012.
- ADRIAN, Tobias; SHIN, Hyun Song. Money, liquidity, and monetary policy. **American Economic Review**, v. 99, n. 2, p. 600-605, 2009.
- AFONSO, G. et al. The market events of mid-September 2019. **Economic Policy Review**, v. 27, n. 2, 2021.
- AGUECI, Paul et al. A primer on the GCF Repo® Service. **Federal Reserve Bank of New York Staff Report**, n. 671, 2014.
- ALAMI, Ilias et al. International financial subordination: a critical research agenda. **Review of International Political Economy**, v. 30, n. 4, p. 1360-1386, 2023.
- ALLEN, Franklin; CARLETTI, Elena. Mark-to-market accounting and liquidity pricing. **Journal of accounting and economics**, v. 45, n. 2-3, p. 358-378, 2008.
- ANDRADE, Rogerio P.; PRATES, Daniela Magalhães. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 399-416, 2013.
- B3. **TPF - Empréstimo e Compromissada Específica**. São Paulo, 2023. Disponível em: https://clientes.b3.com.br/pt_br/roadmap/sobre/tpf-emprestimo-e-compromissada-especifica.htm. Acesso em: 21 jul. 2023.
- BAHRY, T. R.; GABRIEL, L. F. A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 14, p. 27-60, 2010.
- BAKLANOVA, Viktoria; COPELAND, Adam M.; MCCAUGHRIN, Rebecca. Reference guide to US repo and securities lending markets. **Federal Reserve Bank of New York Staff Report**, n. 740, 2015.
- BAN, Cornel; SEABROOKE, Leonard; FREITAS, Sarah. Grey matter in shadow banking: international organizations and expert strategies in global financial governance. **Review of International Political Economy**, v. 23, n. 6, p. 1001-1033, 2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Dealers do Mercado Aberto - Período de 10/8/2023 a 31/1/2024**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2023c. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/dealers-mercado-aberto>. Acesso em: 21 jul. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2023d. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/selic/DFAM_Selic.pdf. Acesso em: 29 set. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Administração do SELIC 2022**. Brasília: Banco central do Brasil, 2023a. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/rasselic2022/>. Acesso em: 21 jul. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Tabelas Especiais**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2023b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Acesso em: 24 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL . **Sistema de Informações de Instituições Financeiras do Banco Central**, 2023f. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/?lang=1>. Acesso em: 21 jul. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas do Setor Externo**, 2023e. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticassetorexterno>. Acesso em: 28 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sobre o SELIC**, s.d.. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/selic/selicintro.asp?idpai=SE&frame=1>. Acesso em: 21 jul. 2023.

BANK OF NEW YORK MELLON. **Annual Report 2022**. Bank of New York Mellon Investor Relations, 2023. Disponível em: <https://www.bnymellon.com/us/en/investor-relations/annual-report-2022.html>. Acesso em: 27 set. 2023.

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

BEVILAQUA, Afonso S.; WERNECK, Rogério L. F. The quality of the federal net debt in Brazil. **Texto para discussão**, No. 385. Rio de Janeiro: Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, 1998.

BOISSEL, Charles et al. Systemic risk in clearing houses: Evidence from the European repo market. **Journal of Financial Economics**, v. 125, n. 3, p. 511-536, 2017.

BONIZZI, B.; KALTENBRUNNER, A., POWELL, J. Subordinate financialization in emerging capitalist economies. In: MADER, P. MERTENS, D. VAN DER ZWAN, N. (eds.) **The Routledge international handbook of financialization**. Abingdon: Routledge, 2020. v. 9, p. 177-187.

BONIZZI, Bruno. An alternative post-Keynesian framework for understanding capital flows to emerging markets. **Journal of Economic Issues**, v. 51, n. 1, p. 137-162, 2017.

BONIZZI, Bruno. International financialisation, developing countries and the contradictions of privatised Keynesianism. **Economic and Political Studies**, v. 5, n. 1, p. 21-40, 2017.

BONIZZI, Bruno; KALTENBRUNNER, Annina. Liability-driven investment and pension fund exposure to emerging markets: A Minskyan analysis. **Environment and Planning A: Economy and Space**, v. 51, n. 2, p. 420-439, 2019.

BORIO, Claudio EV; MCCAULEY, Robert N.; MCGUIRE, Patrick. FX swaps and forwards: missing global debt?. **BIS Quarterly Review, September**, p. 37-54, 2017.

- 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.
- BRAUN, Benjamin. Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitization markets. **Socio-economic review**, v. 18, n. 2, p. 395-418, 2020.
- BRAUN, Benjamin; GABOR, Daniela; HÜBNER, Marina. Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union. **Competition & Change**, v. 22, n. 2, p. 101-116, 2018.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; PAULA, Luiz Fernando; BRUNO, Miguel. Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil. **Texto para Discussão IE/UFRJ**, n. 22, 2019.
- CARVALHO, Fernando José Cardim de. Post-Keynesian developments of liquidity preference theory. In: WELLS, P. **Post-Keynesian Economic Theory**. Boston, MA: Springer US, 1995. p. 17-33.
- CERUTTI, Eugenio; CLAESSENS, Stijn; RATNOVSKI, Lev. Global liquidity and cross-border bank flows. **Economic Policy**, v. 32, n. 89, p. 81-125, 2017.
- CHICK, V. **The Theory of Monetary Policy**. Oxford: Basil Blackwell, 1979.
- CHICK, Victoria. Could the crisis at Northern Rock have been predicted?: An evolutionary approach. **Contributions to Political Economy**, v. 27, n. 1, p. 115-124, 2008.
- CHICK, Victoria. Some reflections on financial fragility in banking and finance. **Journal of Economic Issues**, v. 31, n. 2, p. 535-542, 1997.
- CHICK, Victoria. The evolution of the banking system and the theory of monetary policy. In: FROWEN, S. F. **Monetary theory and monetary policy: New tracks for the 1990s**. London: Palgrave Macmillan UK, 1993. p. 79-92.
- CHRISTOPHERS, Brett. **Our Lives in Their Portfolios: Why Asset Managers Own the World**. Londres: Verso Books, 2023.
- CHRISTOPHERS, Brett. The limits to financialization. **Dialogues in human geography**, v. 5, n. 2, p. 183-200, 2015.
- CLAESSENS, S., Pozsar Z., RATNOVSKY, L., SINGH, M. Shadow Banking: Economics and Policy. **IMF Staff Discussion Notes**, 12/12, 2012.
- COUTINHO, Luciano G.; DE MELLO BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, v. 5, n. 2, p. 129-154, 1996.
- DAFERMOS, Yannis; GABOR, Daniela; MICHELL, Jo. FX swaps, shadow banks and the global dollar footprint. **Environment and Planning A: Economy and Space**, v. 55, n. 4, p. 949-968, 2023.
- DAFERMOS, Yannis; GABOR, Daniela; MICHELL, Jo. The Wall Street Consensus in pandemic times: what does it mean for climate-aligned development?. **Canadian Journal of**

Development Studies/Revue canadienne d'études du développement, v. 42, n. 1-2, p. 238-251, 2021.

DAVIDSON, Paul. Money and the real world. **The Economic Journal**, v. 82, n. 325, p. 101-115, 1972.

DOW, Alexander C.; DOW, Sheila C. Endogenous money creation and idle balances. In: PHEBY, J. **New directions in post-Keynesian economics**, v. 147, 1989.

DOW, S. C. Monetary Policy. In: DAVIS, J. B.; DOLFSMA, W. (eds). **The Elgar Handbook of Socio-Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 463-77, 2008.

DOW, S. Horizontalism: a critique. **Cambridge Journal of Economics**, v.20, p. 497-508, 1996.

DOW, Sheila C. Liquidity preference in international finance: the case of developing countries. In: WELLS, P. **Post-Keynesian economic theory**. Boston, MA: Springer US, 1995. p. 1-15.

DOW, Sheila C. **Money and the economic process**. Cheltenham: Edward Elgar, 1993.

DOW, Sheila. Central banking in the twenty-first century. **Cambridge Journal of Economics**, v. 41, n. 6, p. 1539-1557, 2017.

DUFFIE, Darrell. **Dark markets: Asset pricing and information transmission in over-the-counter markets**. Princeton: Princeton University Press, 2011.

DUGUID, K.; MOURSELAS, C.; ALIAJ, O. The debt-fuelled bet on US Treasuries that's scaring regulators. **Financial Times**, 26 set. 2023. Disponível em: <https://www.ft.com/content/a8348e2a-a90f-474c-baa6-8c2eb0e263c2>. Acesso em: 21 nov. 2023.

DUTTA, Sahil Jai et al. Critical macro-finance: An introduction. **Finance and society**, v. 6, n. 1, p. 34-44, 2020.

EICHENGREEN, B. The rise and fall of the Bretton Woods System. In: PARKER, R. E.; WHAPLES, R. M. (Eds.). **Routledge Handbook of Major Events in Economic History**. Londres: Routledge, 2013. p. 275-282.

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

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães; ABOUCHEDID, Saulo. Derivativos de câmbio e relação Banco Central-Tesouro: o caso do Brasil. São Paulo. In: PRATES, D. M.; TERRA, F. H. B. **O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros**. São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, p. 13-23, 2018.

FEDERAL DEPOSITS INSURANCE CORPORATION (FDIC). **Quarterly Banking Profile**, v. 16 n. 4, 2022. Disponível em: <https://www.fdic.gov/analysis/quarterly-banking-profile/fdic-quarterly/2022-vol16-4/fdic-v16n4-3q2022.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2023.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (FRBNY). **Repo and Reverse Repo Agreements**. Disponível em: <https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market->

operations/monetary-policy-implementation/repo-reverse-repo-agreements. Acesso em: 18 ago. 2023.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M.; GARCIA-BERNARDO, Javier. Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. **Business and Politics**, v. 19, n. 2, p. 298-326, 2017.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). **Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation: 2022**. Basiléia: Financial Stability Board. Disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201222.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2023.

FOLEY, Sean et al. Contagious margin calls: How COVID-19 threatened global stock market liquidity. **Journal of Financial Markets**, v. 59, p. 100689, 2022.

FROST, Joshua et al. Overnight RRP operations as a monetary policy tool: Some design considerations. **Federal Reserve Bank of New York Staff Report**, n. 712, 2015.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). Brazil: Financial System Stability Assessment. **IMF Country Report**, n. 2018/339, 2018.

GABOR, D.; VESTERGAARD, J. Towards a theory of shadow money. **INET Working Paper**. Nova Iorque: Institute for New Economic Thinking, 2016.

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

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

GABOR, Daniela. **Shadow interconnectedness: The political economy of (European) shadow banking**, 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2326645. Acesso em: 21 jul. 2023.

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. The wall street consensus. **Development and change**, v. 52, n. 3, p. 429-459, 2021.

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.

GARBADE, Kenneth. The evolution of repo contracting conventions in the 1980s. **Economic Policy Review**, v. 12, n. 1, 2006.

GORTON, Gary; METRICK, Andrew. Securitized banking and the run on repo. **Journal of Financial economics**, v. 104, n. 3, p. 425-451, 2012.

GRASSELLI, Matheus R. Monetary policy responses to Covid-19: a comparison with the 2008 crisis and implications for the future of central banking. **Review of Political Economy**, v. 34, n. 3, p. 420-445, 2022.

THE GROWTH LAB AT HARVARD UNIVERSITY. **The Atlas of Economic Complexity**. Cambridge: Harvard University, 2023. Disponível em: <https://atlas.cid.harvard.edu/>. Acesso em: 21 nov. 2023.

HALBRITTER, Gerhard; DORFLEITNER, Gregor. The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing. **Review of Financial Economics**, v. 26, p. 25-35, 2015.

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA). **Repo and Collateral Markets**, 2019. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/market-practice-and-regulatory-policy/repo-and-collateral-markets/icma-ercc-publications/frequently-asked-questions-on-repo/14-is-repo-in-europe-the-same-as-repo-in-the-us/>. Acesso em: 01 abr. 2023.

JIANG, Erica Xuewei et al. Monetary Tightening and US Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs?. **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, n. 31048, 2023.

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, E.; STOCKHAMMER, E. 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.

KARWOWSKI, Ewa; SHABANI, MIMOZA; STOCKHAMMER, Engelbert. Dimensions and determinants of financialisation: comparing OECD countries since 1997. **New Political Economy**, v. 25, n. 6, p. 957-977, 2020.

KNAFO, Samuel. Macro-finance and the financialisation of economic policy. **Finance and society**, v. 6, n. 1, p. 87-94, 2020.

KODRES, Laura E. What is shadow banking. **Finance and Development**, v. 50, n. 2, p. 42-43, 2013.

KREGEL, Jan. Using Minsky's cushions of safety to analyze the crisis in the US subprime mortgage market. **International Journal of Political Economy**, v. 37, n. 1, p. 3-23, 2008.

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

KVANGRAVEN, Ingrid Harvold. Beyond the stereotype: Restating the relevance of the dependency research programme. **Development and Change**, v. 52, n. 1, p. 76-112, 2021.

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**. Londres: Verso Books, 2014.

LAPAVITSAS, Costas. **Social foundations of markets, money and credit**. Abingdon: Routledge, 2003.

LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. **Work, employment and society**, v. 25, n. 4, p. 611-626, 2011.

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.

LEAL, Ricardo PC; CARVALHAL-DA-SILVA, Andre L. The development of the Brazilian bond market. In: BORENSZTEIN, E. et al. (eds.). **Bond markets in Latin America: On the verge of a big bang**. Cambridge: MIT Press, v. 1, p. 185-216, 2008.

MANJOO, F. What BlackRock, Vanguard and State Street Are Doing to the Economy. **The New York Times**, Nova Iorque, 12 Mai. 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/05/12/opinion/vanguard-power-blackrock-state-street.html>. Acesso em: 21 jul. 2023.

MARTIN, K., STEER, G., DUGUID, K. Silicon Valley Bank collapse forces rethink on interest rates and hits bank stocks. **Financial Times**, Londres, 13 mar. 2023. Disponível em: <https://www.ft.com/content/5e444ba2-0afc-49e8-bfec-5fc17ef7ee39>. Acesso em: 21 set. 2023.

MCCULLEY, P. Teton Reflections, **PIMCO Global Central Bank Focus**, No. 2, 2007.

MEHRLING, Perry et al. Bagehot was a shadow banker: shadow banking, central banking, and the future of global finance. **Central Banking, and the Future of Global Finance (November 5, 2013)**, 2013.

MEHRLING, Perry. Modern money: fiat or credit?. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 22, n. 3, p. 397-406, 2000.

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

MICHELL, Jo. Do shadow banks create money? 'Financialisation' and the monetary circuit. **Metroeconomica**, v. 68, n. 2, p. 354-377, 2017.

MICHELL, Jo. Do shadow banks create money? 'Financialisation' and the monetary circuit. **Metroeconomica**, v. 68, n. 2, p. 354-377, 2017.

MINSKY, H. P. The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy. **Hyman P. Minsky Archive**, nº 282, 1982.

MINSKY, Hyman P. Financial resources in a fragile financial environment. **Challenge**, v. 18, n. 3, p. 6-13, 1975.

MINSKY, Hyman P. Financial structures: indebtedness and credit. In: BARRÈRE, A. (eds.) **Money, Credit and Prices in Keynesian Perspective**. Londres: Palgrave Macmillan UK, 1989. p. 49-70.

MINSKY, Hyman P. The capitalist development of the economy and the structure of financial institutions. **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, n. 72, 1992.

MINSKY, Hyman P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies: Remarks upon receiving the Veblen-Commons award. **Journal of economic issues**, v. 30, n. 2, p. 357-368, 1996.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New York: McGraw-Hill, 1986.

MUSTHAQ, Fathimath. Development finance or financial accumulation for asset managers?: The perils of the global shadow banking system in developing countries. **New political economy**, v. 26, n. 4, p. 554-573, 2021.

NESVETAILOVA, A. Shadow Banking: The Political Economy of Financial Innovation. In: NESVETAILOVA, Anastasia (Ed.). **Shadow banking: Scope, origins and theories**. Abingdon: Routledge, p. 1-16, 2017.

PADDRIK, Mark E.; RAMÍREZ, Carlos A.; MCCORMICK, Matthew J. **The Dynamics of the US Overnight Triparty Repo Market**. FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 02 ago. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2948>. Acesso em: 21 jul. 2023.

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.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. **The making of global capitalism**. Londres: Verso Books, 2012.

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JÚNIOR, Antonio J. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, 2020.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial da Instituição Fiscal Independente**, n. 3, 2017.

POZSAR, Z. Shadow banking: a view from the USA. In: NESVETAILOVA, Anastasia (Ed.). **Shadow banking: Scope, origins and theories**. Abingdon: Routledge, p. 19-25, 2017.

POZSAR, Mr Zoltan; SINGH, Mr Manmohan. The nonbank-bank nexus and the shadow banking system. **International Monetary Fund Working papers**, 2011, p. 1-18.

POZSAR, Z. et al. Shadow banking. **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, v. 458, p. 3-9, 2010.

POZSAR, Zoltan. Institutional cash pools and the Triffin dilemma of the US banking system. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, v. 22, n. 5, p. 283-318, 2013.

POZSAR, Zoltan. **Shadow banking: The money view**, 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2476415. Acesso em: 21 jul. 2023.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. **This time is different: Eight centuries of financial folly**. Princeton: Princeton University Press, 2009.

SAEIDINEZHAD, E. Inside the Black Box: Examining the Microstructures of the Financial System. **Phenomenal World**, 15 abr. 2023. Disponível em: <https://www.phenomenalworld.org/analysis/inside-the-black-box/>. Acesso em: 25 ago. 2023.

SANTOS, Ana Cordeiro. Financeirização e desigualdades, duas faces de uma mesma realidade. In: CARMO, R M., TAVARES, I., CÂNDIDO, A F. (orgs.). **Que Futuro para a Igualdade?** Pensar a Sociedade e o Pós-pandemia. Lisboa: Observatório das Desigualdades, p. 178-191, 2022.

SANTOS, Ana Cordeiro; TELES, Nuno (Ed.). **Financialisation in the European Periphery: Work and Social Reproduction in Portugal.** Abingdon: Routledge, 2020.

SANTOS, Paulo dos. On the content of banking in contemporary capitalism. **Historical Materialism**, v. 17, n. 2, p. 180-213, 2009.

SCHIPANI, A. AND WHEATLEY, J. Brazil's record outflows underline investors' fears. Londres: **Financial Times**, 2 jun 2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/9872c27b-689d-4a8b-a1e7-58a1b0bb50e1>. Acesso em: 21 jul. 2023.

SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION (SIFMA). **The US Repo Markets: A Chart Book.** New York: SIFMA Research, fev. 2022. Disponível em: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2022/02/SIFMA-Research-US-Repo-Markets-Chart-Book-2022.pdf>. Acesso em: 21 fev. 2023.

SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION (SIFMA). **US Repo Statistics**, 2023. Disponível em: <https://www.sifma.org/resources/research/us-repo-statistics/>. Acesso em: 71 nov. 2023.

SEKINE, Thomas. **The Dialectic of Capital (2 vols.): A Study of the Inner Logic of Capitalism.** Leiden: Brill, 2020.

SINGH, Mr Manmohan. Velocity of pledged collateral: analysis and implications. **International Monetary Fund Working paper 11/256**, Wahington DC: Fundo Monetário Internacional, 2011.

SISSOKO, C. The Collateral Supply Effect on Central Bank Policy. Working Paper, 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3545546. Acesso em: 21 jul. 2022.

TETT, Gillian. **Fool's gold:** How unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe. Londres: Hachette UK, 2009.

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

TOOZE, Adam. **Shutdown:** How Covid shook the world's economy. Londres: Penguin UK, 2021.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MIAGUTI, Caroline; MARTINS, Norberto. Minsky e a fragilidade financeira das distribuidoras do setor elétrico brasileiro. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 22, 2018.

VANDEVELDE et al. Silicon Valley Bank: the multiple warnings that were missed. **Financial Times**, 24 abr. 2023. Disponível em: <https://www.ft.com/content/1795b4a7-65b0-4053-a328-3c46c525ad71>. Acesso em: 05 jul. 2023.

VESTERGAARD, Jakob; GABOR, Daniela. Central Banks Caught Between Market Liquidity and Fiscal Disciplining: A Money View Perspective on Collateral Policy. **Institute for New Economic Thinking Working Paper Series**, n. 170, 2021.

VITOLS, Sigurt. The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan, and the United States. In: STREEK, W.; YAMAMURA, K. (eds.). **The origins of nonliberal capitalism: Germany and Japan in comparison**. Ithaca: Cornell University Press, p. 171-199, 2001.

WARNECKE-BERGER, Hannes. Dynamics of global asymmetries: how migrant remittances (re-) shape North–South relations. **Third World Quarterly**, v. 42, n. 11, p. 2767-2784, 2021.

WHALEN, Charles J. Money manager capitalism. In: TOPOROWSKY; J. MITCHELL, J. **Handbook of Critical issues in Finance**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2012. Cap. 34, p. 254-263.

WRAY, L. Randall. Commercial banks, the central bank, and endogenous money. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 14, n. 3, p. 297-310, 1992.

WRAY, L. Randall. Money manager capitalism and the global financial crisis. **Levy Economics Institute Working Papers**, n. 578, 2009.