



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

JOÃO VICTOR SILVA BARROS

**A DINÂMICA DO MERCADO MONETÁRIO, DE CRÉDITO, DE CAPITAIS E DA
INOVAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL: UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DO
SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Salvador

2025

JOÃO VICTOR SILVA BARROS

**A DINÂMICA DO MERCADO MONETÁRIO, DE CRÉDITO, DE CAPITAIS E DA
INOVAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL: UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DO
SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia
na Universidade Federal da Bahia como requisito parcial para
obtenção do título de Mestre em Economia

Área de Concentração: Desenvolvimento Econômico –
Macroeconomia

Orientador: Prof. Dr. Fabrício Pitombo Leite

Salvador

2025

Ficha catalográfica elaborada por Valdinea Veloso CRB 5/1092

B277 Barros, João Victor Silva
A dinâmica do mercado monetário, de crédito, de capitais e da
inovação financeira no Brasil: uma análise pós-keynesiana do
sistema financeiro nacional / João Victor Silva Barros . -
Salvador: 2025

99f. tab.; fig.; graf.

Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de
Economia .Universidade Federal da Bahia, 2025

Orientador: Profº Dr. Fabrício Pitombo Leite

1.Sistema financeiro nacional.2. Mercado de capitais 3.
Regulação econômica I. Leite, Fabrício Pitombo II. Título
III.Universidade Federal da
Bahia

CDD 338.981



Universidade Federal da Bahia

Faculdade de Economia

Programa de Pós-Graduação em Economia

Mestrado e Doutorado em Economia

TERMO DE APROVAÇÃO

JOÃO VICTOR SILVA BARROS

A DINÂMICA DO MERCADO MONETÁRIO, DE CRÉDITO, DE CAPITAIS E DA INOVAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL: UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

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 **FABRICIO PITOMBO LEITE**
Data: 28/08/2025 21:01:08-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Fabricio Pitombo Leite
(Orientador – UFBA)

Documento assinado digitalmente
gov.br **NUNO JORGE RODRIGUES TELES SAMPAIO**
Data: 04/09/2025 09:50:33-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

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

Documento assinado digitalmente
gov.br **KARLA VANESSA BATISTA DA SILVA LEITE**
Data: 03/09/2025 20:12:05-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Profa. Dra. Karla Vanessa Batista da Silva Leite
(UFCEG)

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de expressar minha profunda gratidão à minha família: minha mãe, Rosicleide; meu pai, Fernando; meu irmão, Pedro; minha irmã, Fernanda; e meu avô, Alfredo. Sempre contei com o apoio incondicional de cada um deles, especialmente quando decidi seguir o caminho da Economia e, posteriormente, ingressar no mestrado. Sem esse suporte, não teria sido possível construir minha vida em Salvador e chegar até este momento tão importante de conclusão da pós-graduação.

Agradeço também à Universidade Federal da Bahia, que me acolheu de forma calorosa, e à CAPES, pois, sem a bolsa de estudos, dificilmente eu teria conseguido me manter na cidade para realizar este sonho.

Morar em Salvador foi uma experiência transformadora. Fiz amigos que levarei comigo para toda a vida e vivi a experiência da independência, longe da minha família. Esse período foi marcado por aprendizados que me fizeram valorizar ainda mais os momentos ao lado dos meus entes queridos. Não poderia deixar de mencionar, com carinho, os amigos que conheci fora da Universidade e que tornaram minha estadia em Salvador ainda mais especial. Mário, sempre tão disposto para as saídas de fim de semana e que tantas vezes me acolheu em sua casa, obrigado por tudo, meu amigo. Agradeço também a Caio, Lucas, Alisson, Pedro, Raquel e Carine, cuja amizade e presença tornaram essa experiência muito mais leve e divertida.

Aos colegas da Universidade — Liz, Ivan, Aretusa, Emerson, Francielle, Robson e Guilherme — expresso meu sincero reconhecimento por cada troca de conhecimento, pelo apoio mútuo e pela companhia ao longo dessa jornada acadêmica. Levo comigo os momentos que compartilhamos e a gratidão por termos caminhando juntos nessa etapa tão importante.

E, claro, meus conterrâneos e amigos desde a graduação: Cíntia, Lucas e William (a outra pessoa mais disposta as saídas no final da semana). Esses estiveram ao meu lado para compartilhar as alegrias, os desafios e as belezas da Bahia. A presença de vocês tornou tudo mais leve e inesquecível. Obrigado por tudo!

Além disso, tive a oportunidade de aprender com grandes professores, entre eles meu orientador, Prof. Dr. Fabrício Pitombo, a quem deixo um agradecimento especial por sua orientação dedicada e fundamental para a conclusão desta dissertação.

A jornada até aqui não foi simples. Durante a graduação, por vezes questioneei se realmente queria seguir na área da Economia. Em 2021, comecei a trabalhar e, por um tempo, deixei os estudos em segundo plano. No entanto, tomei a difícil decisão de me desligar do emprego para focar na conclusão do curso e me preparar para o processo seletivo do mestrado, decisão que se mostrou ser a certa. Conquistei uma vaga em uma universidade reconhecida e, por um período, vislumbrei a possibilidade de seguir na carreira acadêmica.

Entretanto, ao longo do mestrado, percebi que minha vocação estava em outro caminho. Embora admire profundamente a profissão de professor, percebi que não me enxergava em sala de aula. Foi nesse momento que comecei a organizar minha rotina para estudar para concursos públicos na área bancária. A vida acadêmica, com sua forte ênfase teórica, deixou de fazer sentido para mim, e passei a buscar algo mais prático.

Vieram, então, duas reprovações, nos concursos da Caixa Econômica Federal e do Banco do Nordeste. Mesmo assim, mantive o foco, e a persistência foi recompensada com a aprovação no concurso do Banco do Estado de Sergipe, ao mesmo tempo em que concluía o mestrado.

Não pretendo encerrar aqui minha trajetória de estudos. Continuarei buscando novos aprendizados e qualificações. Contudo, compreendi que a carreira acadêmica, neste momento da minha vida, não reflete meu perfil. Ainda assim, sou profundamente grato por essa experiência. O mestrado me proporcionou um amadurecimento não apenas profissional, mas também pessoal.

Acredito que tudo acontece no tempo certo. Dificuldades sempre existirão, mas é preciso saber enfrentá-las com resiliência e discernimento. Se eu tivesse desistido dos estudos para concursos, talvez não tivesse conquistado a aprovação que hoje abre novas perspectivas para minha vida. Por outro lado, se tivesse insistido apenas em um caminho que não fazia mais sentido para mim, certamente estaria frustrado.

Não sei ao certo como será minha trajetória no setor bancário, mas sei que, quando sentir que é hora de seguir outro rumo, terei coragem para enfrentar novos desafios. Aprendi que, mesmo quando muitos não acreditam, basta que uma pessoa acredite em você: você mesmo. E eu sempre acreditei em mim.

Por fim, deixo um “até breve” e obrigado para a vida acadêmica. Foi uma jornada valiosa e enriquecedora, mas agora é hora de trilhar novos caminhos. Que venham as próximas jornadas.

RESUMO

Este trabalho analisa o funcionamento do sistema financeiro brasileiro, com ênfase na dinâmica dos mercados monetário, de crédito e de capitais, à luz das transformações impulsionadas pelas inovações financeiras, especialmente aquelas promovidas pelas fintechs. A fundamentação teórica adota uma abordagem heterodoxa, dialogando com duas principais escolas: a pós-keynesiana, ao tratar do papel da moeda endógena, da preferência pela liquidez e da incerteza nas decisões de consumo e investimento; e alternativamente utiliza a corrente neo-schumpeteriana, no que tange ao papel das inovações no sistema financeiro, com exceção da abordagem de Minsky, que, embora trate das inovações financeiras, mantém-se alinhado ao arcabouço pós-keynesiano. A pesquisa demonstra que o crédito desempenha um papel central no financiamento da produção e na formação dos ciclos econômicos. As inovações financeiras, embora ampliem a liquidez e o acesso ao crédito, também podem elevar a fragilidade financeira do sistema, contribuindo para o risco de instabilidade. O mercado monetário revela-se como a base estrutural dos demais mercados, dada a influência direta das políticas monetárias sobre eles. No que se refere ao mercado de capitais, destaca-se o contraste entre a visão neoclássica, que considera a poupança como condição prévia ao investimento, e a perspectiva pós-keynesiana, que sustenta a lógica inversa. Além disso, a estrutura regulatória do sistema financeiro brasileiro exerce papel decisivo na mediação das inovações, ao passo que as inovações financeiras frequentemente atuam explorando lacunas e zonas de flexibilidade normativa. A pesquisa conclui que a compreensão crítica e teórica do sistema financeiro é fundamental para a formulação de políticas econômicas que promovam estabilidade, eficiência e inclusão financeira.

Palavras-chave: Sistema financeiro nacional; mercado monetário; mercado de crédito; mercado de capitais; inovações financeiras; pós-keynesianismo; regulação econômica.

ABSTRACT

This study analyzes the functioning of the Brazilian financial system, with an emphasis on the dynamics of the monetary, credit, and capital markets, in light of the transformations driven by financial innovations, particularly those promoted by fintechs. The theoretical foundation adopts a heterodox approach, engaging primarily with two schools of thought: the post-Keynesian, which addresses the role of endogenous money, liquidity preference, and uncertainty in consumption and investment decisions; and, alternatively, the neo-Schumpeterian school, concerning the role of innovation in the financial system, with the exception of Minsky's perspective, which, despite addressing financial innovation, remains aligned with the post-Keynesian framework. The research demonstrates that credit plays a central role in financing production and in shaping economic cycles. While financial innovations expand liquidity and access to credit, they can also heighten the system's financial fragility, contributing to the risk of instability. The monetary market emerges as the structural foundation of the other markets, given the direct influence of monetary policy on them. With regard to the capital market, the study highlights the contrast between the neoclassical view, which regards savings as a prerequisite for investment, and the post-Keynesian perspective, which asserts the opposite logic. Furthermore, the regulatory structure of the Brazilian financial system plays a decisive role in mediating innovations, as financial innovations frequently operate by exploiting regulatory gaps and areas of normative flexibility. The study concludes that a critical and theoretically grounded understanding of the financial system is essential for the formulation of economic policies that promote stability, efficiency, and financial inclusion.

Keywords: National financial system; monetary market; credit market; capital market; financial innovations; post-Keynesianism; economic regulation.

LISTAS DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|---|----|
| Quadro 1 – Os três tipos de unidades econômicas formuladas por Minsky, e suas características | 31 |
| Quadro 2 – Os três pilares do Basileia II | 42 |
| Quadro 3 – Principais medidas traçadas pelo Comitê de Basileia para o Acordo de Basileia III | 44 |
| Quadro 4 – Descrição das tarefas a cargo do BCB | 48 |
| Quadro 5 – As carteiras bancárias, suas características e os possuidores no Brasil autorizados pelo BCB | 51 |
| Quadro 6 – Tipos de Instituições Financeiras existentes no Brasil e suas características | 52 |
| Quadro 7 – Tipos de Políticas monetárias adotadas pelo BCB | 58 |
| Quadro 8 – Principais produtos de crédito livre para Pessoa Física (PF) e Pessoa Jurídica (PJ) | 65 |
| Gráfico 1 – Concessão de crédito com recursos livres por modalidade para Pessoa Física..... | 66 |
| Gráfico 2 – Concessão de crédito com recursos livres por modalidade para Pessoa Jurídica | 67 |
| Quadro 9 – Principais produtos de crédito direcionado para Pessoa Física (PF) e Pessoa Jurídica (PJ) | 69 |
| Gráfico 3 – Concessão de crédito com recursos direcionados por modalidade para Pessoa Física..... | 70 |
| Gráfico 4 – Concessão de crédito com recursos direcionados por modalidade para Pessoa Jurídica..... | 70 |
| Gráfico 5 – Evolução anual das concessões de recursos livres no Brasil para pessoas jurídicas e pessoas físicas (2011-2024) | 73 |
| Gráfico 6: Média anual da meta da taxa Selic (2011-2024) | 73 |

Gráfico 7: Média anual das taxas de juros total livremente pactuadas e praticadas pelo mercado (2011-2024) 74

Quadro 10 – Principais produtos negociados nas estruturas do mercado de capitais brasileiro77

Quadro 11 – Diferenças entre fintechs de crédito e bancos digitais 83

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 – Tipos de inovação empresarial de Schumpeter e a abordagem usual para Inovação Financeira | 23 |
| Tabela 2 – Operações de redesconto e linhas de liquidez realizadas pelo BCB (2020-2024) | 61 |
| Tabela 3 – Operações com Títulos Públicos Federais realizadas pelo BCB nos mercados primários e secundários (2019-2024) | 62 |

SUMÁRIO

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 13 |
| 2 | A INFLUÊNCIA DA MOEDA, DO CRÉDITO E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ EM AMBIENTES DE INCERTEZA NO MERCADO PRODUTIVO E FINANCEIRO: UMA VISÃO PÓS KEYNESIANA | 16 |
| 2.1 | O PAPEL DA MOEDA: A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E A INFLUÊNCIA DA INCERTEZA NAS DECISÕES DE INVESTIMENTOS | 16 |
| 2.2 | A PROPENSÃO A CONSUMIR E O “COLCHÃO DE LIQUIDEZ”: SUAS INFLUÊNCIAS PARA O CRÉDITO DESTINADO À PRODUÇÃO REAL E PARA O MERCADO FINANCEIRO | 19 |
| 3 | O PAPEL DA INOVAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO E PRODUTIVO | 23 |
| 3.1 | A RELAÇÃO ENTRE INOVAÇÃO NO SETOR PRODUTIVO E NO SETOR FINANCEIRO | 23 |
| 3.2 | O CICLO DE NEGÓCIOS E A FUNÇÃO DAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS EM SEU PROCESSO | 26 |
| 3.3 | A INSTABILIDADE DO SISTEMA ECONÔMICO E SUAS CAUSAS NA VISÃO MINSKYANA | 29 |
| 3.4 | A ECONOMIA DE BOLHA CAUSADA PELAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS | 33 |
| 3.5 | A POLÍTICA MONETÁRIA E OS ACORDOS DE BASILEIA: INSTRUMENTOS DE CONTROLE DE CRÉDITO E DE RISCOS | |
| 3.5.1 | A política monetária | 35 |
| 3.5.2 | Basileia I (1988) | 40 |
| 3.5.3 | Basileia II | 42 |
| 3.5.4 | Basileia III | 44 |

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 4 | A ESTRUTURA REGULAMENTADORA E OPERADORA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL BRASILEIRO DE MOEDA, CRÉDITO E CAPITAIS | 46 |
| 4.1 | CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN) | 47 |
| 4.2 | BANCO CENTRAL DO BRASIL | 47 |
| 4.3 | COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 50 |
| 4.4 | ÓRGÃOS OPERADORES: OS TIPOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DO MERCADO MONETÁRIO, CRÉDITO E DE CAPITAIS | 50 |
| 5 | O FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS MONETÁRIO, DE CRÉDITO E DE CAPITAIS NO BRASIL E SUAS RECENTES INOVAÇÕES IMPULSIONADAS PELAS FINTECHS | 57 |
| 5.1 | O MERCADO MONETÁRIO E A POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA | 57 |
| 5.2 | MERCADO DE CRÉDITO | 64 |
| 5.3 | A RELAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA COM O MERCADO DE CRÉDITO | 72 |
| 5.4 | MERCADO DE CAPITAIS | 75 |
| 5.5 | UMA ESTRUTURA INOVATIVA NO MERCADO DE CRÉDITO E DE CAPITAIS NO BRASIL: AS FINTECHS DE CRÉDITO | 80 |
| 5.5.1 | A regulamentação das fintechs no Brasil | 80 |
| 5.5.2 | O papel inovativo das fintechs na ampliação do acesso ao crédito e a produtos de investimentos | 83 |
| 5.5.3 | O aumento da concorrência do setor financeiro: riscos e desafios regulatórios diante das inovações financeiras | 88 |
| 6. | CONSIDERAÇÕES FINAIS | 92 |
| | REFERÊNCIAS | 94 |

1. INTRODUÇÃO

A evolução do sistema financeiro ao longo das últimas décadas tem sido marcada por profundas transformações estruturais, impulsionadas por inovações tecnológicas, mudanças institucionais e novas formas de intermediação financeira. No Brasil, esse processo de mudança se intensificou especialmente com o avanço das *fintechs*. Tais transformações não apenas modificaram as formas de acesso a produtos financeiros, mas também introduziram novos desafios à estabilidade e à regulação do sistema. Nesse contexto, torna-se fundamental compreender como essas dinâmicas influenciam o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e quais são seus impactos sobre o financiamento da produção, a liquidez e o comportamento dos agentes econômicos.

Com base na abordagem qualitativa e no referencial pós-keynesiano, a pesquisa é guiada pela seguinte questão norteadora principal: em que medida as inovações financeiras contribuem para a democratização do acesso ao crédito, acesso ao mercado de capitais, e ao mesmo tempo ampliam a fragilidade financeira do sistema? A investigação parte da hipótese de que, embora as *fintechs* possam promover maior inclusão financeira, sua atuação, se não acompanhada por regulação adequada, tende a reproduzir ou até acentuar os mecanismos de instabilidade já presentes no sistema financeiro. Essa questão emerge da necessidade de analisar criticamente os efeitos dessas inovações sobre a arquitetura financeira brasileira, à luz de uma perspectiva que valoriza a incerteza, a preferência pela liquidez e os ciclos de instabilidade característicos do capitalismo moderno.

Dessa forma, o objetivo geral desta pesquisa é analisar de que maneira a dinâmica dos mercados monetário, de crédito e de capitais no Brasil tem se estruturado nas últimas décadas, e como as inovações financeiras promovidas pelas *fintechs* de crédito têm impactado o funcionamento, a organização e a estabilidade do SFN, considerando os fundamentos teóricos da abordagem pós-keynesiana, e alternativamente, para o entendimento das inovações financeiras, a abordagem neo-schumpeteriana. Para alcançar essa meta, a pesquisa será orientada pelos seguintes objetivos específicos: (i) mostrar o papel da moeda, da preferência pela liquidez e da incerteza nas decisões de consumo, poupança e investimento sob a ótica pós-keynesiana; (ii) examinar a relação entre inovação financeira, ciclo econômico e instabilidade financeira, com base nas contribuições de Minsky. Além das contribuições da escola neo-schumpeteriana acerca destes assuntos de forma complementar; (iii) analisar a

estrutura regulatória e operacional do sistema financeiro brasileiro, especialmente no que se refere às instituições reguladoras e à atuação das políticas monetárias; (iv) avaliar o funcionamento dos mercados monetário, de crédito e de capitais no Brasil, destacando as transformações recentes e os mecanismos de financiamento da produção; e (v) entender o papel das fintechs como agentes inovadores no sistema financeiro brasileiro e seus impactos sobre a concorrência, acesso ao crédito e desafios regulatórios.

A escolha do tema justifica-se por sua relevância teórica e prática. Do ponto de vista teórico, o estudo contribui para aprofundar o debate sobre a financeirização e a instabilidade econômica sob a ótica pós-keynesiana, incorporando também elementos da teoria neoschumpeteriana relacionados à inovação. Além disso, ao investigar os impactos das fintechs e dos novos arranjos financeiros sobre o sistema tradicional, a pesquisa se insere em um debate atual e crescente na agenda econômica e regulatória nacional e internacional.

No decorrer do trabalho, são explorados dados e informações provenientes de fontes oficiais, como o BCB, além de estudos acadêmicos e literatura especializada. Um exemplo significativo é na análise do mercado monetário acerca das operações de redesconto realizadas pelo BCB durante a pandemia de COVID-19, que evidenciaram o papel contracíclico dessas ferramentas em momentos de crise econômica. Observa-se que, a partir de março de 2020, houve um aumento expressivo nos empréstimos concedidos às instituições financeiras, saltando de 76 milhões de reais em transações no ano anterior para bilhões de reais em abril e maio de 2020, representando aumentos superiores a 1.000%. Esse tipo de análise demonstra a importância das políticas monetárias e regulatórias na mitigação de crises sistêmicas, as quais afetam diversas cadeias de produção e sistemas financeiros em grande escala, e não apenas instituições ou empresas específicas.

Além disso, explora-se a evolução das concessões de crédito no Brasil, detalhando modalidades como crédito pessoal, rural, imobiliário e microcrédito, bem como a participação das fintechs nesses segmentos. Gráficos e tabelas elaborados com base em dados do BCB ilustram as tendências observadas entre 2011 e 2024, destacando tanto o crescimento quanto as oscilações nos volumes de crédito concedidos. Essas análises quantitativas são complementadas por discussões qualitativas sobre os impactos das fintechs, que incluem maior acessibilidade aos serviços financeiros, redução de custos operacionais e desafios regulatórios associados à proteção do consumidor e à estabilidade do sistema.

O trabalho também destaca, por exemplo, o papel das plataformas digitais, como o Tesouro Direto, lançado em 2002, que permite que pessoas físicas adquiram títulos públicos federais diretamente do Tesouro Nacional sem a necessidade de intermediação de instituições financeiras. Essa iniciativa exemplifica como inovações tecnológicas podem democratizar o acesso a instrumentos financeiros tradicionalmente restritos a grandes investidores. Contudo, também ressalta a necessidade de políticas públicas que garantam a segurança e a transparência dessas operações, especialmente em um cenário de crescente digitalização e complexidade financeira.

A estrutura do trabalho está organizada da seguinte forma: o Capítulo 1 é composto por essa introdução. O Capítulo 2 discute a influência da moeda, do crédito e da preferência pela liquidez em contextos de incerteza, sob a ótica pós-keynesiana. O Capítulo 3 analisa o papel da inovação nos mercados financeiro e produtivo, com ênfase nas contribuições da corrente pós-keynesiana liderada por Minsky, e de forma complementar, para enriquecer o estudo, destaca-se tanto as abordagens neo-schumpeterianas, como também as do próprio Schumpeter, considerando que são escolas heterodoxas renomadas nos estudos das inovações. O Capítulo 4 descreve a estrutura regulatória e institucional do sistema financeiro brasileiro, abordando o papel do Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (BCB) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O Capítulo 5 analisa o funcionamento dos mercados monetário, de crédito e de capitais, bem como as inovações recentes impulsionadas pelas fintechs. Por fim, o Capítulo 6 apresenta as conclusões da pesquisa, com reflexões sobre seus resultados e implicações.

2. A INFLUÊNCIA DA MOEDA, DO CRÉDITO E A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ EM AMBIENTES DE INCERTEZA NO MERCADO PRODUTIVO E FINANCEIRO: UMA VISÃO PÓS KEYNESIANA

2.1. O PAPEL DA MOEDA: A PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E A INFLUÊNCIA DA INCERTEZA NAS DECISÕES DE INVESTIMENTOS

Para Keynes, a moeda não é neutra, nem no curto nem no longo prazo, o que impacta diretamente nas decisões econômicas e no comportamento dos agentes. Com isso, ele atribui três funções essenciais para a moeda, quais sejam: i) meio de liquidação; ii) unidade de conta, e; iii) reserva de valor. Hicks (1967) faz uma relação dessas três funções da moeda com o sistema financeiro. Segundo o autor, a confiança na estabilidade dos preços é determinante para que a moeda funcione efetivamente como unidade de conta. Se houver expectativas generalizadas de inflação ou instabilidade, essa função pode ser comprometida, o que pode afetar negativamente as decisões de investimento e consumo.

A primeira função da moeda diz respeito à questão de liquidar contratos, pois ela é o meio mais utilizado para finalizar transações financeiras. A unidade de conta, refere-se a um padrão utilizado em contratos para atribuir valores a bens e serviços. Enquanto o atributo da moeda como reserva de valor diz respeito ao seu poder de reter liquidez para o futuro, isto acontece porque ela tem uma grande facilidade de troca na economia, ou seja, possui muita liquidez. Com esse último fator posto, a moeda passa, então, a ser um ativo alternativo a outras formas de acumulação, sendo esta característica a mais importante para a teoria pós-keynesiana (Carvalho, 1991).

Liquidez é um conceito bidimensional. Por um lado, um ativo é tanto mais líquido quanto mais rapidamente puder seu possuidor convertê-lo em dinheiro. Esta dimensão, porém, não é suficiente para medir liquidez: qualquer ativo pode ser vendido tão rapidamente quanto se queira se o seu detentor estiver disposto a aceitar um preço suficientemente baixo por ele. Por esta razão, é preciso especificar, também, que um ativo é tanto mais líquido, *coeteris paribus*, quanto maior for sua capacidade de conservação de valor. Combinando-se os dois requisitos, podemos dizer que o prêmio de liquidez de um ativo qualquer é tanto mais alto quanto menor for o tempo necessário à sua venda e menor for a variação de preços com relação ao seu valor original (Carvalho, 1991, p. 31).

Nesse sentido, pelo fato de a moeda ser considerada a liquidez da economia, ela se torna a fonte de segurança contra riscos relacionados a investimentos em outros ativos. Isto é, ela é uma proteção contra as incertezas presentes no mercado. A incerteza, neste caso, refere-se ao fato de os agentes econômicos não conseguirem prever o futuro de modo preciso, o que afeta diretamente as decisões de investimentos e poupanças (Carvalho, 1991).

A incerteza emerge porque, no momento da decisão, a informação corrente pode não ser suficiente para induzir os agentes à decisão "correta", fixada por uma lei objetiva qualquer. Decisões se referem a processos futuros. Quanto mais distantes forem os horizontes relevantes a estes processos, mais irrelevante se torna a informação corrente para limitar as possibilidades futuras, tornando improvável o afinamento do processo de decisão para aquela que um observador externo, conhecedor das "leis da história", identificaria como a "necessária". Mudanças bruscas de direção, estagnação e, em princípio, até mesmo regressões são possíveis. A história se move porque os agentes a empurram, não porque algum fim a atraia (Carvalho, 1991, p. 26).

Então, em cenários em que a incerteza está prevalecendo, os agentes buscam ativos que ofereçam segurança e liquidez, como é o caso da moeda, no lugar de fazer investimentos em ativos sujeitos a perdas de capital. Com isso, ao reter moeda, os agentes podem adiar decisões de investimentos até que o cenário econômico se torne mais claro. Esse movimento dos agentes foi denominado por Keynes como “preferência pela liquidez”, sendo, então, uma resposta ao cenário de incerteza (Carvalho, 1991).

Essa preferência pela liquidez, no entanto, tem aspectos negativos também, uma vez que, ao se proteger, reter moeda, os agentes econômicos reduzem seus investimentos produtivos. Com isso, as decisões de longo prazo são diretamente afetadas. Isso cria no sistema econômico um enfraquecimento para o crescimento econômico. Logo, a relação entre moeda e incerteza não fica limitada somente ao comportamento individual dos agentes, mas afeta todo o sistema. Então, no caso de diversos agentes acumularem moeda simultaneamente, há um impacto na demanda agregada, devido à redução de investimentos e consumo, contribuindo para recessões e crises econômicas (Carvalho, 1991).

Para Davidson (2002, p.87, tradução própria), a resposta para explicar o porquê de as pessoas preferirem guardar dinheiro, ou mesmo títulos que rendem juros ou dividendos, como reserva de valor, no lugar de bens físicos produtivos reais, está no fato, justamente de manter a posição de liquidez para “evitar a doença da iliquidez ou à força da falência”. Para justificar isso, o autor aborda quatro motivos, desenvolvidos por Keynes, para essa demanda por

liquidez, quais sejam: i) o motivo transacional, que é a necessidade de dinheiro para as transações do dia-a-dia; ii) o motivo de precaução, que se refere ao desejo de possuir uma segurança para momentos adversos no futuro; iii) motivo especulativo, isto é, o objetivo de o agente obter lucros, com a ideia de saber melhor que o mercado sobre o futuro, e; iv) o motivo financeiro¹, que está relacionado com a necessidade de expandir a produção do empresário, e para isso ele busca alternativas em instrumentos financeiros com o intuito de conseguir o aporte necessário, isto é, garantir a liquidez necessária para viabilizar a produção. Um exemplo disto é a abertura de capital de uma empresa na Bolsa de Valores.

Ao escolherem os ativos financeiros como reserva de valor, os agentes poupadores, segundo Davidson (2002), enfrentam dois tipos de incerteza: i) em relação ao rendimento, e; ii) quanto ao valor do capital. A incerteza de rendimento está relacionada com a incapacidade dos poupadores de prever, com segurança, os rendimentos futuros gerados por um ativo ou investimento. Com isso, esse tipo de incerteza leva os poupadores a demandar uma compensação maior pelos riscos assumidos, isto é, eleva-se a taxa de retorno exigida. Além disso, ela também incentiva a preferência por ativos líquido e de menor risco, como moeda ou títulos governamentais.

Já a incerteza do valor de capital refere-se à dificuldade em prever o valor futuro de um determinado ativo, independentemente de seu rendimento. Nos mercados financeiros, os preços dos ativos mudam constantemente, seja por causa da variação nas taxas de juros, expectativas dos poupadores, entre outros. Isto é, como os poupadores precisam liquidar suas participações no futuro, esse preço pode estar superior ao de compra (resultando em ganho de capital) ou inferior (resultando perda de capital). Com isso, esse tipo de incerteza pode desestimular os poupadores a manterem ativos de longo prazo, preferindo opções que ofereçam maior liquidez, e menos variações, favorecendo, assim, muitas vezes, movimentos especulativos ao invés de produtivos (Davidson, 2002).

Both income uncertainty and capital uncertainty are vexatious to savers who can avoid these uncertainties only if they hold all their stores of value in the form of money. The cost of this option is to give up all possible income earnings on one's savings as well as the possibility of capital gains.

¹ Segundo Davidson (2002, p.88, tradução própria), Keynes, em 1937 foi forçado a admitir que “um dos três motivos, a procura de moeda para transações, estava mal especificado na *Teoria Geral*. Ele corrigiu esse erro acrescentando um quarto motivo para a procura de liquidez, o motivo financeiro.

Buying liquid assets with one's savings, however, exposes the saver to the uncertainty of possible capital loss (Davidson, 2002, p. 91-92).

Estes fatores de expectativas futuras dependem de qual tipo de poupador está no mercado, no caso de se um poupador do tipo “urso”, a preferência vai ser por investimentos de menor risco, preferindo, muitas vezes manter ativos mais líquidos (como a moeda), ou adotar posições mais defensivas, vendendo ativos. Esse tipo de poupador tende a dominar os mercados em momentos de incerteza ou crise. Já os poupadores do tipo “touro” são mais otimistas e acreditam no aumento dos preços dos ativos no futuro. Então, estão dispostos a assumir mais riscos, comprando ativos na expectativa de valorização. Logo, a interação destes no mercado financeiro é crucial na determinação dos preços dos ativos e na volatilidade dos mercados. Quando os “tours” dominam, a tendência é aumentar o preço dos ativos e a disposição para investimentos de longo prazo. Já quando os “ursos” prevalecem, a preferência pela liquidez aumenta, causando queda nos preços dos ativos e restringindo o financiamento para atividades produtivas (Davidson, 2002).

2.2. A PROPENSÃO A CONSUMIR E O “COLCHÃO DE LIQUIDEZ”: SUAS INFLUÊNCIAS PARA O CRÉDITO DESTINADO À PRODUÇÃO REAL E PARA O MERCADO FINANCEIRO

Na medida em que as decisões dos consumidores vão se formando, as dos empresários vão se moldando a elas. Se a expectativa do empresário é a de que a demanda pelo seu produto vai aumentar, ele vai aumentar sua produção, a fim de suprir a demanda adicional que surgiu para ele. Logo, devido a esse tipo de ajustamento feito, os níveis correntes de renda e emprego se alteram, a depender de qual é o tipo de expectativa, e em que medida (Carvalho, 2019).

De forma altamente estilizada, poderíamos descrever a dinâmica fundamental da determinação do emprego numa economia monetária da seguinte maneira: as firmas decidem quanto investir em um determinado período; admitindo que os produtores de bens de capital sejam capazes de estimar adequadamente a demanda pelos itens recém produzidos que virão das firmas, fatores de produção serão contratados para produzir os novos bens de capital; para os proprietários desses fatores, as restrições de renda ou orçamentárias são determinadas por essa nova escala de emprego; se supusermos um movimento de expansão, teremos uma demanda derivada por bens de consumo sustentada pelo mais alto nível de renda agora disponível para esses agentes; quando seus gastos adicionais de consumo são feitos, é a produção de bens de consumo que se expande e para ela são necessários novos fatores de produção, relaxando as restrições de renda com base nas quais os proprietários desses fatores de produção recém-empregados decidem a respeito dos próprios gastos de consumo. O processo continua, com repercussões adicionais sobre os gastos de consumo, até se exaurir. Isso se dá porque, de acordo com a “lei psicológica fundamental” de

Keynes, a propensão marginal a consumir é menor que um, o que quer dizer que nem todo o aumento da renda é gasto em consumo (Carvalho, 2019).

Com isso, entra em discussão o fator da motivação financeira, apresentada por Keynes depois da publicação da “Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda” (1936), que está relacionado com a necessidade de financiar um aumento planejado na produção com o intuito de atender à demanda crescente por bens e serviços. Neste caso, os saldos de transações são necessários para essa expansão, pois envolvem a procura de recursos financeiros pelas empresas. Em outras palavras, se os produtores planejam aumentar sua produção devido a uma maior propensão ao consumo, é necessário financiamentos antes que a produção adicional seja realizada (Davidson, 2002).

Davidson (2002) destaca dois cenários importantes para o entendimento da interligação da motivação financeira com o setor monetário. Primeiro, se a oferta de moeda não aumentar para acomodar o aumento na demanda por financiamento, a procura por empréstimos eleva as taxas de juros. Isso ocorre porque os mutuários adicionais competem pelos recursos limitados disponíveis, excluindo outros no mercado de empréstimos. Com isso, o custo do financiamento aumenta antes de qualquer aumento efetivo na produção. Segundo, se a autoridade monetária e os bancos ajustarem a oferta de moeda para evitar uma elevação na taxa de juros, essa oferta se expandirá automaticamente, de forma endógena, para financiar os empréstimos necessários. Essa expansão ocorre antes de qualquer aumento efetivo da produção, permitindo que as empresas financiem suas operações e atendam à demanda planejada.

Nesse sentido, o motivo financeiro, segundo Davidson (2002), está diretamente ligado ao setor monetário, com a demanda por moeda sendo uma resposta às necessidades produtivas e de consumo. A expansão da moeda ocorre para acomodar o financiamento necessário ao aumento da produção, e não o contrário, como sugerem os monetaristas. Estes interpretam, frequentemente, o aumento na massa monetária como a causa de um aumento na produção. No entanto, o aumento da massa monetária é uma resposta endógena à maior demanda por crédito causada pelo aumento da propensão a consumir. Logo, a relação correta, na visão de Davidson, é que a expansão monetária responde à demanda do setor real, e não o contrário. Com isso, esse movimento destaca a natureza endógena da moeda e a interdependência entre os sistemas financeiros e produtivos.

Outro ponto fundamental, que vai destacar a influência da propensão a consumir/poupar no mercado financeiro, são as ferramentas criadas no mercado de capitais. Uma vez que o agente consumidor atinge determinado nível de renda, conforme destacado no início deste tópico, a tendência é que passe a destinar parte de seus recursos à poupança. O motivo disto são as incertezas por trás da decisão de consumo/investimento. “Poupar é criar um colchão frente a um futuro incerto, induzido pela precaução e não por preferências intertemporais”. Dessa forma “a poupança induzida pela precaução assume principalmente a forma de ativos líquidos, reservas de valor que podem ser facilmente convertidas em meio de pagamento” (Carvalho, 2019, p. 107).

Nesse sentido, o mercado de capitais exerce papel relevante ao permitir que agentes econômicos tenham acesso a instrumentos financeiros que facilitam o financiamento de suas atividades. Embora a teoria ortodoxa aponte que a poupança seria canalizada para o investimento, com base na lei de Say, ao indicar que a poupança é pré condição para o investimento, a perspectiva pós-keynesiana entende que o investimento precede a poupança e que é por meio do crédito e da expansão da atividade que se gera a renda e, conseqüentemente, a poupança. Assim, os instrumentos financeiros, como debêntures, ações, CDBs e outros, operam como mecanismos de redistribuição e alocação de recursos dentro do sistema financeiro, permitindo a diversificação das fontes de financiamento de forma complementar ao sistema bancário tradicional. Esse debate, contudo, será aprofundado nas seções seguintes, em que se analisam com mais detalhe os canais e instrumentos de financiamento presentes no sistema financeiro brasileiro.

Em síntese, este tópico explorou as interações entre consumo, investimento e financiamento no contexto de uma economia monetária, enfatizando o papel das expectativas, da demanda efetiva e da moeda endógena na geração de renda, emprego e expansão produtiva. Com base nos fundamentos da teoria pós-keynesiana, destacou-se que o investimento é condicionado pela confiança na demanda futura e viabilizado pelo crédito, sendo a poupança um resultado, e não uma condição prévia, desse processo.

A motivação financeira, como elemento central da dinâmica econômica, foi discutida como fator que conecta as decisões de produção às necessidades de financiamento. Nesse contexto, a moeda surge como resposta endógena às demandas do setor real, e não como variável

exógena e causal, como propõe a visão monetarista. A análise também evidenciou o papel da poupança precaucional e dos instrumentos financeiros como formas de absorver e redirecionar recursos dentro do sistema econômico, em um ambiente marcado pela incerteza.

Esse entendimento permite estabelecer a ponte com os debates do próximo capítulo, que aborda o papel da inovação no sistema financeiro e produtivo. A partir da relação entre inovação tecnológica, novas formas de financiamento e transformações organizacionais, investigaremos como as mudanças nos mercados financeiros influenciam a dinâmica do investimento e a estabilidade do sistema econômico como um todo.

3. O PAPEL DA INOVAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO E PRODUTIVO

3.1. A RELAÇÃO ENTRE INOVAÇÃO NO SETOR PRODUTIVO E NO SETOR FINANCEIRO

Para Tufano (2003, apud Akdere; Benli, 2018), a inovação financeira pode ser definida como a ação de criar, e logo após, popularizar novos instrumentos financeiros, como tecnologias, instituições e mercados financeiros. A partir da metade do século XX, essas inovações financeiras atingem uma escala historicamente sem precedentes. Antes disso, na década de 1920, opções sobre futuros de commodities eram negociadas na Chicago Board of Trade.

Segundo Akdre e Benli (2018), não há uma taxonomia única para definir as inovações financeiras, mas há uma abordagem usual que as caracteriza como: i) inovação de produto, que inclui a criação de novos instrumentos financeiros, contratos, técnicas e mercados; ii) inovação de processo, que tem como característica o processo de produção novo e aprimorado, e; iii) inovação organizacional, que se refere às novas instituições e estruturas organizacionais dentro de produtos e serviços financeiros. A estas três características inovativas podemos comparar os cinco tipos de inovações definidas por Schumpeter, mesmo que este não tenha as considerado para o setor financeiro. Na Tabela 1 observa-se essa relação.

Tabela 1 – Tipos de inovação empresarial de Schumpeter e a abordagem usual para Inovação Financeira

| | <i>Schumpeter's entrepreneurial innovation</i> | <i>Financial Innovation</i> |
|--------------|---|-----------------------------|
| TYPES | (1) <i>A new good</i> | (a) <i>Product</i> |
| | (2) <i>A new market</i> | |
| | (3) <i>A new method of production</i> | (b) <i>Process</i> |
| | (4) <i>A new source of supply of raw materials or half-manufactured goods</i> | |
| | (5) <i>A new organizational form</i> | (c) <i>Organizational</i> |

Fonte: Akdre e Benli (2018, p. 726).

Schumpeter não chegou a destacar em nenhum de seus estudos mais conhecidos o termo “inovação financeira”, mesmo sabendo da importância de bancos e instituições financeiras como financiadores do setor de produção real. A sua visão sobre o sistema bancário era a de

que este era um fornecedor de liquidez adicional para que as inovações fossem realizadas, aumentando a qualidade dos bens disponíveis na economia. Em outras palavras, os bancos são um dos responsáveis por financiar empreendimentos que trazem melhorias para os bens e serviços produzidos através das inovações. No entanto, a interpretação de Schumpeter limitava-se à questão da produção real, e não tratava propriamente das inovações encontradas no sistema financeiro (Akdre; Benli, 2018).

Essa estrutura permite compreender as inovações financeiras de acordo com as categorias de inovação definidas por Schumpeter, permitindo uma análise comparativa entre os setores produtivo e financeiro. As definições 1 e 2 de Schumpeter, em relação à introdução de novos bens e abertura de novos mercados, relaciona-se, na inovação financeira, com a criação de novos instrumentos financeiros, como derivativos e outros produtos financeiros, que proporcionam, conseqüentemente, a abertura de novos mercados. Isso mostra que com o crescimento da informatização mundial, houve uma facilitação tanto na troca de bens tangíveis como de ativos líquidos financeiros. Além disso, outro fator comum é que uma inovação financeira de produto pode ser usada na formação de novos processos, criando outros tipos de inovações financeiras (Akdre; Benli, 2018).

Já a categoria 3 de inovação sobre o novo método de produção, isto é, a criação de novos meios para produção de bens ou serviços, recai na inovação financeira como o método subjacente de como novos produtos financeiros são inventados, introduzidos no mercado e difundidos, apresentando aos clientes novas formas de realizarem suas transações financeiras, tornando as tarefas cada vez mais práticas, eficientes e seguras do que antes. Um exemplo disso foi o desenvolvimento do blockchain, plataformas digitais para transações, métodos de transações, entre outros (Akdre; Benli, 2018).

A categoria 4 não possui uma relação com o contexto financeiro, uma vez que está relacionada com novas fontes de matéria-prima ou insumo, isto é, diretamente ligada ao setor real da economia. Por fim, a categoria 5 relaciona-se com uma mudança na estrutura organizacional de uma empresa, independentemente de pertencer ao setor real ou financeiro da economia, e que pode quebrar posições de monopólio. Em outras palavras, desenvolver um novo modelo organizacional dentro da empresa que possa ampliar a concorrência em mercados mais fechados (Akdre; Benli, 2018).

Edith Penrose (1959 [1951], apud Burlamaqui; Kregel, 2005, p.7) reforça a ideia de Schumpeter de que o capitalismo como um processo histórico não tem como característica o equilíbrio, mas sim a mudança, ao destacar que as empresas não são apenas eficientes na organização de fatores, mas no desenvolvimento de novas técnicas que são produzidas em meio a ambientes incertos. Cria-se, então, dentro das empresas “pools de certeza relativa”, facilitando a superação da incerteza, gerando inovações endógenas. Então, para isso ocorrer, segundo a autora, é necessária uma gestão estratégica de recursos baseados no conhecimento, como investimentos em trabalhadores individuais, equipes, processos e tecnologias.

Conforme aponta Carvalho (1991, p. 27), esse contexto razoavelmente estável, preservado dentro da empresa, é tratado no modelo de Keynes como expectativas praticamente endógenas, que são tomadas para períodos próximos, em que as condições atuais são relativamente seguras. Isto é, nem todo processo é afetado de maneira contundente sobre a incerteza do futuro. Logo, as decisões que são tomadas para períodos mais próximos, em que as atuais condições sejam “relativamente seguras e suficientemente repetitivas para que se possa identificar padrões e similitudes de comportamento, serão pouco ou nada afetadas pela incerteza”.

Com isso, as condições financeiras, para os pós-keynesianos, são determinadas de maneira endógena. Minsky descreve a endogeneidade da oferta de meios de financiamento através das inovações financeiras, “que têm origem nas oportunidades de lucro quando estas se apresentam para os que tomam emprestado e para os que emprestam, ou quando se trata de uma reação às restrições estabelecidas pelas autoridades monetárias”. Então, a depender das expectativas do empresário, diante das expectativas por lucros resultantes da tomada e concessão de empréstimos, chega-se às inovações financeiras. Além disso, estas são estimuladas, também, pelos efeitos nas taxas de juros, provocados por ações restritivas das autoridades monetárias (Mollo, 1988, p.109).

Tal crescimento endógeno de moeda e ativos líquidos eleva o preço dos ativos de capital em relação ao preço da moeda, dos ativos líquidos e do produto. O aumento do preço dos ativos de capital acentua as diferenças entre os preços desses ativos e os dos bens de investimento. Dada a robustez da estrutura financeira e a elasticidade dos financiamentos de curto prazo, o resultado é um aumento da taxa de investimento (Minsky, 1977, p. 146, apud Mollo, 1988, p.109).

Os preços dos ativos de capital são influenciados pelas condições financeiras e pela oferta de moeda, sendo ambos determinados de forma endógena dentro do sistema. Isso se dá pela interação entre bancos e seus clientes, que resulta na criação de instrumentos financeiros que ampliam os meios de financiamento disponíveis. Essas inovações financeiras aumentam o nível “subjetivamente aceitável” de endividamento dos agentes econômicos. Isto é, aumenta a percepção dos agentes sobre o limite seguro da dívida que podem assumir, baseado nas condições de crédito e instrumentos financeiros disponíveis. Essa maior disponibilidade incentiva os agentes a aumentar suas posições em ativos de capital, elevando a demanda por esses ativos, gerando um aumento de preços (Mollo, 1986).

Então, para Minsky, as inovações financeiras ampliam a liquidez e o endividamento, promovendo aumento nos preços dos ativos, mesmo quando as expectativas e o grau de incerteza permanecem constantes. Esse processo, então, revela como o sistema financeiro influencia profundamente o comportamento dos preços no sistema capitalista (Mollo, 1988).

Logo, com a exposição das propostas pós-keynesiana e neo-schumpeteriana, percebe-se que a influência da inovação nos mercados financeiros afeta diretamente o setor produtivo da economia, devido ao alto grau de financiamentos concedidos. Isso permite que as empresas ampliem seus investimentos e consigam conseqüentemente possíveis inovações. No entanto, esse fator desenvolve no sistema capitalista fragilidades financeiras (que discutimos no Tópico 3.3), uma vez que o nível de endividamento é ampliado, aumentando os riscos incorridos nas negociações.

3.2. O CICLO DE NEGÓCIOS E A FUNÇÃO DAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS EM SEU PROCESSO

Akdre e Benli (2018) propõem que apenas as inovações financeiras que trazem crescimento de longo prazo podem ser consideradas “schumpeterianas”. Isto é, sujeitas ao processo de destruição criativa, que pode ser aplicado para avaliar como as inovações financeiras geram desenvolvimento, mas também crises. Na teoria econômica de Schumpeter, segundo os autores, a ligação entre a atividade bancária, atividade empresarial e inovações financeiras explicam os ciclos de negócios.

Financial institutions and practices enter our circle of problems in three ways: they are 'auxiliary and conditioning'; banking may be the object of entrepreneurial activity, that is to say, the introduction of new banking practices may constitute enterprise; and bankers (or other 'financiers') may use the means at their command in order to embark upon commercial and industrial enterprise themselves (for example, John Law). (Schumpeter [1951] 1991, p. 153, apud (Akdre; Benli, 2018, p.721).

Essa relação explica, na visão de Schumpeter (1912;1934, apud Akdre; Benli, 2018), que o crédito, ou o fato de ser apoiado por financiamentos, é uma condição necessária para que os empreendedores realizem inovações. Essa fonte de financiamento vem justamente da criação de dinheiro e do crédito fornecido pelos bancos ou outras instituições financeiras. Logo, estes estariam no centro de sua teoria, uma vez que criam condições, principalmente financeiras, para que as inovações se desenvolvam através dos empreendedores.

Productive lending in the sense suggested by Schumpeter in his Theory of Economic Development (published in its first, German, edition in 1911) provides firms with access to the resources they require to undertake production. Lending of this type requires particular knowledge of the production process, costs, and future market conditions for the products produced by each firm to which credit is extended and thus of its prospects for repayment. It facilitates the activities of the high return, knowledge-absorbing sectors that produce dynamic industrial growth (Burlamaqui; KregeL, 2005, p. 9).

Na visão neo-schumpeteriana, Carlota Perez (2011) destaca que nessa relação de empreendedor-financista, evidencia-se que a maturidade de cada paradigma (o auge de cada período pós uma grande inovação) leva à estagnação do mercado e à contração dos lucros, uma vez que esse determinado ciclo tecnológico está entrando em queda, deteriorando a relação entre o capital financeiro e o produtivo. Neste caso, segundo a autora, o capital produtivo é atrelado ao paradigma através de seu capital físico, conhecimento, experiências, redes de fornecedores, distribuidores e consumidores. Já o capital financeiro não está amarrado a estas nuances da economia real.

Dessa forma, com a maturidade do paradigma sendo alcançada, o dinheiro começa a ficar ocioso e se acumular sem ter saídas lucrativas. Com isso, o capital financeiro começa a se distanciar em busca de novas direções de investimento, arriscando-se com novos credores e com inovações pioneiras.

Assim, o capital financeiro torna-se transgressor da rotina do capital produtivo já estabelecido, o qual se torna conservador ao fim de cada onda. A instalação da revolução seguinte será caracterizada por uma aliança entre os novos empreendedores e o capital financeiro, provavelmente representada cada vez mais

por novos e ousados capitalistas aventureiros e financistas imprudentes (Perez, 2011, p. 117).

Devido a estas novas formas de investimento que o capital financeiro busca, principalmente desenvolvendo ou financiando inovações, novas infraestruturas precisam ser criadas. Carlota Perez (2011) justifica isso com a seguinte exemplificação: “Sem automóveis suficientes, uma rede grande de estradas não é economicamente justificável; sem estradas suficientes, uma demanda razoável por automóveis não surgirá”. Isto é, as redes de infraestruturas foram necessárias para os desdobramentos dos sistemas de tecnologia de suas respectivas revoluções tecnológicas.

Nesse sentido, pode-se dizer que as inovações financeiras alcançadas nas últimas décadas são resultado de uma grande revolução tecnológica, iniciada com a internet, computadores, celulares, etc. na década de 1990. Isto é, para que houvesse a criação de aplicativos de bancos, por exemplo, foi necessária toda uma infraestrutura precedente.

De certa forma, os capitalistas financeiros que investiram no começo dessa nova era da tecnológica da informação, hoje, estão entre os maiores beneficiados, pois isso possibilitou a ampliação de seus consumidores e conseqüentemente a criação de novos produtos financeiros, gerando cada vez mais lucros e gerando um novo ciclo. Como ressalta Carlota Perez (2011, p.119):

esse modo implacável de concentrar o investimento disponível nas novas tecnologias instala a plataforma que poderá facilitar a próxima “era de ouro”. Depois da bolha, há infraestrutura suficiente para as necessidades de uma ou mais décadas; o novo paradigma foi aceito como “senso comum”; os novos modelos de produção e consumo foram estabelecidos; os modelos empresariais de sucesso foram testados; as indústrias que substituirão os antigos motores de crescimento da economia foram identificadas: as empresas centrais da revolução tecnológica se tornaram os novos gigantes e possivelmente formaram oligopólios. A economia do país ou dos países centrais está pronta para uma expansão total, mas o contexto institucional não está.

Dessa forma, o desenvolvimento econômico é impulsionado por um ciclo de inovação empreendedora que rompe a estabilidade do sistema, introduzindo novos produtos, processos ou mercados. Esse ciclo é dividido em: onda primária, marcada pela introdução de inovações que geram crescimento e transformações estruturais no sistema econômico, e; a onda secundária, caracterizada por comportamentos financeiros que acompanham as inovações produtivas, mas que, devido a movimentos especulativos, frequentemente levam a bolhas e crises (Akdre; Benli, 2018).

Na fase inicial dos ciclos (primária), as inovações financeiras, como crédito e novos instrumentos, facilitam a alocação de recursos e apoiam os empreendedores. Logo após esse crescimento inicial, a fase especulativa (secundária) surge. Nessa fase, Schumpeter alertava que os bancos, ao extrapolarem suas funções essenciais, poderiam estimular bolhas especulativas e instabilidade, por exemplo, concedendo crédito de forma irresponsável (Akdre; Benli, 2018).

No entanto, diferente da ótica de Minsky, Schumpeter credita a instabilidade do sistema capitalista como consequência da atividade empreendedora do setor real, e não ao setor financeiro, como afirmado por Minsky (Akdre; Benli, 2018).

According to Raines and Leathers (2004), the primary role of modern financial innovation has contributed to “reckless” finance and speculative excess, which takes place in the secondary wave of the “New Economy’s” business cycle. Thus, the Schumpeterian approach towards business cycles supports the Institutionalist and Post-Keynesian assessments on the role of modern financial innovations in the “New Economy” and calls for “rational” government intervention (Akdre; Benli, 2018, p.722-723).

Dessa forma, com base nas análises de Schumpeter e nas contribuições neo-schumpeterianas, como as de Carlota Perez, é possível concluir que as inovações financeiras ao mesmo tempo em que criam as condições necessárias para o surgimento de novos paradigmas tecnológicos e estimulam o empreendedorismo, também podem gerar desequilíbrios e crises quando sua lógica se distancia da economia real. A trajetória do capital financeiro, ao migrar de setores produtivos consolidados para novos nichos de inovação, contribui para a destruição criativa schumpeteriana — impulsionando transformações estruturais —, mas também carrega o risco de fomentar bolhas especulativas.

3.3. A INSTABILIDADE DO SISTEMA ECONÔMICO E SUAS CAUSAS NA VISÃO MINSKYANA

Para Minsky (1986, p.194, tradução própria), existem duas proposições fundamentais para a hipótese da instabilidade financeira. Primeiro, a ideia de que “os mecanismos de mercado capitalistas não podem conduzir a um equilíbrio sustentado, estável em termos de preços e de pleno emprego”. A segunda, refere-se ao ponto que “os ciclos econômicos graves se devem a atributos financeiros que são essenciais ao capitalismo”.

A primeira proposição indica que a instabilidade no sistema capitalista é uma característica estrutural, e não um erro do sistema. Essa visão contrasta fortemente com a visão neoclássica de que o mercado pode alcançar equilíbrio e estabilidade de forma automática, com preços estáveis e pleno emprego. Ao invés disso, os mercados capitalistas são caracterizados por flutuações contínuas, mudanças de expectativas, comportamentos especulativos e decisões de financiamento (Minsky, 1986).

Já a segunda proposição indica que as crises econômicas graves não são causadas por fatores externos, como afirmam os neoclássicos, mas por elementos intrínsecos ao funcionamento do sistema financeiro capitalista, como os ativos de capital e instrumentos financeiros, essenciais para financiar o investimento produtivo, mas que geram vulnerabilidades que podem desestabilizar a economia. Em outras palavras, os mesmos mecanismos que impulsionam o crescimento geram crises também (Minsky, 1986).

The financial instability view makes much of the way in which ownership or operating control of capital assets are financed, something standard theory ignores. Further, the financial instability theory points out that what actually happens changes as institutions evolve, so that even though business cycles and financial crises are unchanging attributes of capitalism, the actual path an economy traverses depends upon institutions, usages, and policies. In the final analysis, history remains history, although the range of what can happen is limited by basic economic relations (Minsky, 1986, p.194).

Essa instabilidade proposta por Minsky deriva da formação de preços dos ativos de capital e financeiros, que são determinados no mercado. “Como Keynes sublinhou, um ativo de capital e um instrumento de dívida são como anuidades; espera-se que ambos produzam fluxos de caixa num determinado período de tempo futuro”. Com isso, “os processos de mercado transformam (capitalizam) os fluxos de caixa contratuais ou contingentes de vários ativos de capital e financeiros num conjunto de preços correntes” (Minsky, 1986, p.194, tradução própria).

Sendo assim, como a produção de ativos de capital é um tipo de investimento, o preço que os seus compradores (empresários) estão dispostos a pagar por ele é determinado pela renda que ele espera que vai conseguir obter através dele. Esse movimento é essencial no comportamento da economia capitalista, uma vez que a renda esperada desses novos

proprietários de ativos de capital afeta diretamente o preço de demanda da produção de investimento (Minsky, 1986).

In an economy in which claims to the income from capital assets as collected in firms can be sold in the form of debts (bonds), the income from capital assets is divided between debt owners and the residual (equity) owners. The incomes earned by capital assets and payments on various classes of financial instruments are, as mentioned previously, cash flows. Thus, a complex network of cash flows due to contractual relations exists side by side and intertwined with the network of cash flows resulting from the production and distribution of current output (Minsky, 1986, p. 195).

Nesse sentido, como o empresário vai investir de acordo com suas expectativas de rendimentos sobre o capital, e, portanto, o investimento, é necessário que os rendimentos advindos do capital alcancem e mantenham um nível em que seja suficiente para cobrir as despesas passadas, como por exemplo as dívidas criadas no mercado financeiro para financiar seu fluxo de caixa. Caso isto não ocorra, os preços dos ativos de capital e das dívidas registram queda, afetando negativamente a procura por investimentos (Minsky, 1986).

The prices of capital and financial assets depend upon the cash flows they are expected to generate and the capitalization rate, which for each investment incorporates particular risk and uncertainty properties. As gross profits from the production and distribution of output depends upon the pace of investment, today's investment determines the cash flows available to fulfill financial contracts entered into in the past (Minsky, 1986, p.195).

Logo, uma característica essencial do capitalismo é que existem dois tipos de preços: os preços dos bens e serviços produzidos no presente, e os preços dos ativos de capital (como máquinas, imóveis e ações). Esses preços são formados em mercados diferentes e dependem de fatores distintos. No entanto, eles estão conectados, porque investir em ativos de capital faz parte da produção corrente. O sistema financeiro, que inclui bancos, bolsas de valores, torna essas relações ainda mais amplas e complexas (Minsky, 1986).

Dessa forma, como os meios para os investimentos são cada vez mais complexos, seja por fontes internas ou empréstimos por emissões de ações e títulos comerciais, as relações básicas existentes que caracterizam a ideia de dinheiro agora por dinheiro mais tarde, tornam-se mais complexas. Logo, juntando essas formas de financiamento cada vez mais ampliadas, ao fato de a economia capitalista possuir nos mercados uma natureza especulativa e incerta, gera-se os ciclos de investimentos, crises financeiras e instabilidades econômicas (Minsky, 1986).

Para Minsky, a fragilidade financeira é determinada de acordo com o grau de prudência do endividamento dessas unidades econômicas que compõem o sistema financeiro. Então, para explicar isso, ele formula três tipos de unidades econômicas, quanto ao grau de prudência deste endividamento, sejam por critérios de solvência ou de liquidez (Mollo, 1988). Estes são destacados no Quadro 1.

Quadro 1 – Os três tipos de unidades econômicas formuladas por Minsky, e suas características

| UNIDADES ECONÔMICAS | CARACTERÍSTICAS |
|----------------------|---|
| Hedge | <ul style="list-style-type: none"> • O endividamento é tal que as entradas monetárias, provenientes dos rendimentos esperados, são superiores, em cada período significativo, às saídas monetárias em pagamento das dívidas; • Seja qual for a taxa de atualização o valor do investimento líquido é positivo; • Por serem prudentes em sua gestão de dívida, possuem baixa necessidade de liquidez adicional para operações. |
| Especulativas | <ul style="list-style-type: none"> • As saídas monetárias em pagamento das dívidas são superiores às entradas monetárias esperadas em alguns curtos períodos, mas as unidades podem se refinarciar; • O valor líquido do investimento pode, neste caso, tornar-se negativo, se a taxa de juros subir muito; • Pelo fato de precisarem refinarciar parte de suas obrigações, sua dependência de liquidez aumenta, pois necessitam de recursos para manter suas operações. |
| Ponzi | <ul style="list-style-type: none"> • As saídas em pagamento dos juros da dívida são superiores às entradas monetárias esperadas, e o valor do investimento líquido é então negativo; • Dependem de um contínuo refinanciamento ou valorização dos ativos que possuem para obter novos financiamentos; • Alta necessidade de liquidez e dependência de condições favoráveis no mercado. |

Fonte: Elaboração própria com base em Mollo (1988, p. 110).

Analisando as características de cada unidade econômica, é possível observar que, enquanto as unidades Hedge são vulneráveis apenas ao que acontece em seus mercados específicos de produtos, as unidades Especulativa e Ponzi têm grandes vulnerabilidades e, principalmente, uma dependência para com os mercados financeiros. Elas se mostram sensíveis a mudanças nas taxas de juros ou quedas nos preços dos ativos, então, quando enfrentam dificuldades para refinarciar suas obrigações, recorrem à venda de ativos, pressionando os preços para baixo. Essa queda nos preços gera um efeito em cadeia, afetando outras unidades econômicas que também dependem desses ativos como garantia ou fonte de refinanciamento, forçando-as a vender ativos. Logo, quanto maior for a proporção dessas unidades na economia, maior a fragilidade financeira (Mollo, 1988).

Os bancos e outras instituições financeiras são mercadores de débitos. Comercializam seus débitos com detentores de ativos e financiam vários tipos de atividades. Saldos monetários ociosos ou excessivos nos portfolios constituem matéria-prima potencial para suas concessões de empréstimos. A troca do endividamento de longo prazo pelo de curto prazo no financiamento da posse de ativos e de investimentos em maturação constitui o mercado para esses empréstimos. Assim, os bancos e outras instituições financeiras são estimuladas a induzir financiamentos especulativos e Ponzi (Minsky, 1982, p. 26, apud Mollo, 1988, p. 111).

Sendo assim, aliando o fato das instituições financeiras e os bancos serem de natureza especulativa, com a tendência de estarem sempre buscando novas formas de atrair investidores, através de inovações financeiras, isso torna o sistema mais suscetível a instabilidade, uma vez que isso estimula os financiamentos especulativos e Ponzi (Mollo, 1988).

3.4. A ECONOMIA DE BOLHA CAUSADA PELAS INOVAÇÕES FINANCEIRAS

Um dos casos de inovação que trouxe grandes impactos para a economia mundial foi a criação de títulos lastreados em hipotecas, e os títulos lastreados em ativos imobiliários, que foram utilizados de forma desregulamentada antes da Crise de 2008². Estes eram títulos de grandes riscos que as instituições financeiras estavam fornecendo, de modo que a perda do controle sobre esses ocasionou a crise sistêmica sentida em todas as partes do mundo (Akdre; Benli, 2018).

No entanto, há várias visões para o surgimento dessa crise: há quem credite a culpa para os usuários, por não possuírem a capacidade de lidar com o fator do risco das ferramentas financeiras³; há quem culpe o caráter contagioso do próprio sistema, cujas conexões densas existentes podem ser a fonte deste risco advinda da magnitude do choque⁴; outra visão é a falta de transparência e restrições relacionadas ao acesso aos dados dos bancos (Akdre; Benli, 2018).

Segundo M. Hudson (2010, apud Akdre; Benli, 2018), o impacto negativo causado pelas inovações financeiras no sistema econômico cria uma espécie de Economia de Bolha,

² A crise de 2008 ou crise do “subprime” foi um período de instabilidade econômica mundial originada nos Estados Unidos, com o estouro da bolha imobiliária provocada pela concessão sem o mínimo de cuidados de empréstimos hipotecários de alto risco, conhecidos como “subprime”.

³ Visão de B. Masters, inventor das obrigações de dívida colateralizada.

⁴ Visão de Acemoylu, Ozdaylar e Tahbaz-Salehi (2015).

conceito este que se refere a uma economia em que o foco se desloca da produção e do investimento direto para a especulação com ativos financeiros e imobiliários, inflando seus preços de forma artificial e criando um ciclo de alavancagem de dívida insustentável. As inovações financeiras, então, são criadas e utilizadas para acelerar a criação de riqueza, mas não para fomentar investimentos produtivos, estimulando um modelo econômico baseado na especulação em vez do aumento da produção.

Nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e Austrália cerca de 70% dos empréstimos bancários são hipotecários imobiliários. Esse poder econômico que possui o setor imobiliário faz com que os banqueiros apoiem cada vez mais os proprietários de imóveis, transformando o seu poder econômico em poder político também, uma vez que estimulam reduções de impostos sobre a propriedade, corte de impostos sobre os rendimentos de riqueza mais elevados. Em outras palavras, à medida que os impostos são diminuídos ou cortados, a receita que seria destinada ao Estado, agora vai poder ser capitalizada em hipotecas e outros empréstimos, e paga como juros “para ser reciclada em novos empréstimos para aumentar ainda mais os preços dos imóveis, justificando ainda mais novos empréstimos” (Hudson, 2010, p. 3, tradução própria).

New homebuyers are obliged to take on a lifetime of debt to obtain housing as property prices have soared. The irony is that this “democratization” of housing is called the bulwark of the middle class rather than debt peonage. As real estate bubbles burst and leave debts in their place, owners with negative equity (mortgages in excess of plunging market prices) are unable to sell, frozen into their homes, the result is not unlike medieval serfs tied to their land. Today’s post-industrial society is coming more and more to look like a regression to debt peonage (Hudson, 2010, p. 4).

Em uma Economia de bolha, empresas e bancos mudam sua lógica de funcionamento, priorizando extrair juros, taxas bancárias e obter lucros no mercado de ações. A atividade econômica se torna mais voltada para ganhos financeiros do que para a produção de bens ou serviços. Além disso, o ganho de capital não é investido em atividades produtivas, mas usado para pagar dívidas, juros e impostos. Sendo assim, as dívidas acumuladas vão pesando na economia, criando cada vez mais um endividamento excessivo, agravando desigualdades e prejudicando o desenvolvimento econômico de longo prazo (Hudson, 2010).

É somente depois do colapso de 2007-08 que se dão as condições para impulsionar uma verdadeira mudança institucional em favor da produção e que coloque o mundo financeiro sob regras e supervisão adequadas. É agora que se revelam as práticas nuas e cruas do cassino financeiro global e que se vivem as terríveis consequências

sociais e econômicas do esgotamento do crédito em virtude da quebra do sistema financeiro (Perez, 2011, p. 120).

Akdre e Benli (2018) defendem a ideia de que para uma inovação financeira produzir um efeito semelhante ao das inovações empresarias, deverá ter um efeito direto no crescimento de longo prazo, como o capital de risco que acompanha a dinâmica social e títulos de impacto social que podem ser úteis para melhorar a situação das pessoas em vulnerabilidades e ajudar a melhorar a alocação dos rendimentos.

O capital de risco, por exemplo, é um tipo de inovação financeira em que os investidores investem em empresas startup, baseadas em tecnologia, que têm potencial de crescimento de longo prazo. Esse capital tem sido de grande importância no processo de “destruição criativa”, uma vez que o principal critério para os investimentos é a estrutura inovadora da empresa, desencadeando cada vez mais inovações (Akdre; Benli, 2018).

In Schumpeterian terms, continuous product innovation is required for banks to create monopoly profits, conquer new clients, and improve competitive position against other banks. Financial product innovation diffusion occurs almost instantaneously, since patent protection is difficult to attain and information is rapidly diffused (by product imitation) among institutions. Thus, first-mover profits are ephemeral: once created, they almost instantaneously evaporate. Consequently, much competitive innovation has taken the form of rapid bank consolidation: it is easier to buy competitors than to gain a dominant advantage over them, and the gain in size leads to hoped-for gains from economies of scale and scope (Burlamaqui; Kregel, 2005).

3.5. A POLÍTICA MONETÁRIA E OS ACORDOS DE BASILEIA: INSTRUMENTOS DE CONTROLE DE CRÉDITO E DE RISCOS

3.5.1. A política monetária

A Política Monetária (PM) ganha grande notoriedade a partir dos escritos de Keynes, principalmente, depois de seu livro *A Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda*, em 1936. A partir disso, houve uma grande diversidade de estudos para entender o funcionamento da moeda. “O traço distintivo mais importante da teoria monetária de Keynes, e da visão de política monetária que dela se segue, é certamente o suposto de não neutralidade da moeda, isto é, o postulado de que a política monetária exerce um impacto real e duradouro sobre a economia” (Carvalho, 2005, p. 324).

Pelo fato de a moeda não ser neutra, ela tem uma participação essencial na economia. Como já discutido no Tópico 2.1, ela tem o papel de meio de liquidação, unidade de conta e reserva de valor. Sendo este último o mais importante para nossa discussão, uma vez que envolve a teoria da preferência pela liquidez, que mede, de acordo com a taxa de juros, o apego que os detentores têm pela segurança de possuir um ativo líquido como a moeda. A taxa de juros, então, mede o custo de oportunidade da moeda, isto é, o quanto o detentor está disposto a reter moeda, pela segurança que traz, em relação à sua disposição de investir em outros ativos financeiros que possuem outras formas variadas de liquidez (Carvalho, 2005).

Nessas condições, a política monetária impacta o mercado de formas de riqueza (ativos) ao fazer variar a quantidade de ativos líquidos disponíveis para acumulação e/ou os termos em que estes ativos podem ser adquiridos. Dada a diferença de atributos de liquidez que as caracterizam, as diversas classes de ativos não são substitutas perfeitas entre si, fazendo com que a alteração na disponibilidade de moeda (e dos termos em que ela se torna disponível) faça o preço dos outros ativos variar. A mudança no preço dos outros ativos, por sua vez, induz modificações na composição desejada da riqueza, não apenas financeira, mas também de ativos reais, já que todos os ativos compartilham a função comum de servir como veículos para acumulação de riqueza. Assim, a política monetária na abordagem de Keynes não influencia a economia exclusivamente (e talvez nem principalmente) aumentando ou diminuindo a oferta de meios de pagamento, mas sim aumentando ou diminuindo a disponibilidade de ativos líquidos frente às outras classes de ativos (Carvalho, 2005, p. 327).

Nesse sentido, considerando que a moeda representa uma forma de riqueza, um ativo que pode servir como forma de investimento, que o poupador pode obter rendimentos através de sua poupança, a influência da PM sobre as decisões de aplicação de recursos é primordial. Isso porque o Banco Central, enquanto autoridade monetária, detém o poder de induzir alterações na composição das carteiras de investimento do público, incluindo investimentos em ativos reais. Dessa forma, “a política monetária age sobre a economia, por consequência, através de múltiplos canais, ou mecanismos de transmissão” (Carvalho, 2005, p.328).

Segundo Carvalho (2005), as ações do Banco Central, através da variação das taxas de juros e a oferta de moeda, se propagam pela economia influenciando tanto a circulação financeira quanto a circulação industrial. Para o autor, essas ações influenciam em dois mecanismos: o ajuste de portfólio e o canal de crédito. O primeiro acontece quando o Banco Central, ao realizar operações de mercado aberto, altera a quantidade de reservas bancárias disponíveis no sistema financeiro, afetando diretamente a composição dos ativos mantidos nas carteiras dos investidores. Ao comprar títulos públicos, por exemplo, o Banco Central injeta moeda nas

reservas bancárias aumentando liquidez. Isso resulta em um ajuste dos bancos, que substituem suas reservas por outros ativos, como empréstimos ou títulos de longo prazo.

Já o segundo mecanismo, o canal de crédito, ocorre nas alterações da taxa básica de juros (no Brasil corresponde à taxa Selic). Ao fazer isso, o Banco Central afeta a oferta de crédito bancário, que é crucial para o financiamento das atividades econômicas, especialmente no curto prazo. Ao reduzir as taxas de juros, por exemplo, os bancos tendem a aumentar a oferta por crédito, pois o custo de manter reservas diminui, estimulando o consumo e o investimento. Por outro lado, ao elevar as taxas de juros, os bancos reduzem a oferta de crédito, pois o custo de manter reservas aumenta. Isso ocasiona um racionamento de crédito, uma vez que as empresas e consumidores ficam menos propensos a contrair empréstimos, devido às altas taxas cobradas. Então, esse racionamento pode impactar negativamente o nível da atividade econômica, especialmente no curto prazo (Carvalho, 2005).

Dessa forma,

como a ação da autoridade monetária tem impactos potencialmente divergentes sobre a taxa de inflação e sobre o produto (e sobre o investimento real), a decisão de fixação da taxa de juros não é puramente “técnica”, mas é também intrínseca e inevitavelmente política, porque envolve julgamento não apenas de meios, mas também de fins (por exemplo, favorecendo mais a estabilidade de preços que o crescimento econômico); por essa razão, o banco central não deve ser independente, mesmo na versão atenuada que propõe a “autonomia de instrumentos” (Carvalho, 2005, p.327-328).

Kregel (2004), argumenta que a PM induz mudanças técnicas na forma como os bancos comerciais operam, alterando a estrutura financeira e reduzindo a eficácia das políticas monetárias existentes. Segundo relata o autor, os bancos comerciais nos Estados Unidos, no Pós-Guerra, tinham grandes estoques de títulos do governo, isto é, muito ativo para receber futuramente, então tinham um grande poder de financiamento. Com isso, sempre que o Federal Reserve (FED) tentava controlar o crédito, drenando as reservas dos bancos, eles vendiam mais títulos para financiar seus empréstimos. Então, esse tipo de operação praticamente não teve impacto nos empréstimos bancários. Com isso, o FED anula seu acordo informal com o tesouro dos EUA, de manter as taxas de juros baixas e estáveis, que facilitava o financiamento dos déficits governamentais acumulados na guerra. Isso ocasiona no acordo “Fed-Treasury Accord”, na década de 1950, a partir disso,

the Fed regained the ability to operate directly on interest rates. By driving up interest rates far enough the Fed could drive down the prices of government bonds and create a large disincentive for the commercial banks to sell bonds to fund lending (long-term bonds with low interest rates have very high duration, which means their prices are extremely sensitive to changes in interest rates) since the capital loss on selling the bonds would exceed the income from the new lending. Indeed, on some occasions the impact on bond prices was sufficient to drive some financial institutions, such as government bond dealers who held short positions in bonds, into near insolvency, as in the credit crunch of the mid 1960s (Kregel, 2004, p. 342).

No entanto, já na década de 1970, com suas carteiras de títulos vazias, as instituições financeiras desenvolveram métodos de captação de recursos que eram independentes do controle do FED. Isso foi feito a partir da criação e gestão de passivos de curto prazo, que não eram influenciados por mudanças nas taxas de juros. Como resultado, houve uma redução da eficácia das políticas monetárias baseadas em taxas de juros. Então, os bancos comerciais passaram a securitizar empréstimos, transferindo-os para veículos de propósito específico, que emitem títulos no mercado de capitais. Dessa forma, o FED não pôde mais regular diretamente o financiamento de empréstimo, pois esses títulos são emitidos no mercado de capitais, e não pelos bancos (KREGEL, 2004) .

*The only way the Fed can influence this process is by influencing bond prices that are the source of the funding for loans, or to put it another way, by influencing long-term interest rates. In a sense policy has come back to where it was in the immediate post war period, attempting to influence bond prices. But the only policy variable available to the Fed is short-term rates, and the bonds are now in the hands of the private sector investors, rather than the commercial banks. The problem in the post war period was to discourage bank sales of bonds, by actually driving down bond prices with higher interest rates, while the problem now is to discourage the private sector investor from buying more bonds. **The only way to do this is by creating the expectation that bond prices in the future will be lower, that is by influencing expectations of long-term rates** (Kregel, 2004, p. 344, grifo nosso).*

Nota-se, então, que a PM aplicada pelos Bancos Centrais influencia na estrutura financeira do país, principalmente nas atividades dos bancos, que passam a inovar em seus produtos como forma de rentabilizar novos ganhos a partir de mudanças advindas disto. Essas inovações, no entanto, geram grandes riscos para a economia. Dentre estes riscos está o sistêmico, o mais prejudicial para a economia, pois gera um choque em grande parte da cadeia do sistema produtivo e do sistema financeiro mundial, assim como foi visto na crise de 2007-2008.

Carvalho (2004, p.2) destaca o risco sistêmico como “à possibilidade de que um choque localizado em algum ponto do sistema financeiro possa se transmitir ao sistema como um todo e, eventualmente, levar a um colapso da própria economia”. Sendo a instituição

financeira uma empresa, em que o agente privado decide livremente sobre a forma como dispor seus recursos, os riscos ou os resultados positivos que a circundam são diversos. Então, caso esta empresa seja gerida de forma incompetente, de modo a afetar sua reputação, ou até mesmo atingida por desastres naturais que a desfavoreçam, ela causará, de acordo com o seu grau de participação no sistema financeiro, grandes impactos negativos na economia em escala mundial, justificado pelo efeito contágio que existe no sistema financeiro.

Contratos financeiros são transações que envolvem obrigações e direitos a serem exercidos em uma data futura. A factibilidade, e, portanto, o valor, desses contratos depende da confiança que se tenha em que no futuro aqueles contratos possam ser honrados do modo esperado. Se dificuldades com instituições financeiras que operam com determinado conjunto de contratos sinalizarem dificuldades com os cenários esperados, outras instituições podem também ser atingidas por dúvidas semelhantes. O mercado se retrairá com o fracasso de uma empresa financeira, e ao invés da ocupação do espaço vazio por concorrentes, o que o fracasso de uma instituição causará é o fracasso de outras, em uma reação em cadeia. Este risco está presente mesmo quando o problema original, com a primeira instituição, tenha se devido à incompetência de seus gestores e quando as instituições que podem sofrer o contágio estejam perfeitamente sãs. Na verdade, é este o cerne do problema do contágio, e das dificuldades que ele causará para o desenho de uma estratégia eficaz de regulação financeira: contágio se refere ao risco de que problemas em uma dada instituição venham a contagiar todo o mercado, mesmo que as outras instituições estejam tomando todos os cuidados possíveis para manter a solidez de suas operações (Carvalho, 2004).

Nesse sentido, a regulação financeira se desenvolve para conter o risco sistêmico e outros tipos de riscos, com o intuito de garantir a solvência das instituições financeiras e do sistema financeiro como um todo. Segundo Carvalho (2004), o foco em liquidez foi a principal estratégia adotada pela regulação financeira tradicional ao longo do século XX. Para lidar com esses riscos foram criadas redes de segurança e mecanismos de regulação prudencial, dentre eles: i) a operação de redesconto, em que os bancos centrais têm o papel de emprestador de última instância, fornecendo liquidez aos bancos em momentos de crise. Isso evita que problemas de liquidez temporários resultem em falências, e; ii) os depósitos compulsórios, que se trata da criação de sistemas de seguro de depósitos, garantindo que os depositantes recebam seus recursos mesmo em caso de falência do banco. Em outras palavras, o Banco Central impõe uma taxa sobre todos os depósitos que o banco receber, a arrecadação disto vai para uma conta que os bancos têm junto ao Banco Central, que servirá como uma reserva emergencial de liquidez.

Apesar dessas medidas serem eficazes em muitos aspectos, focar somente nelas trazia limitações significativas. Os bancos sabendo, agora, que o Banco Central poderia fornecer

liquidez, caso estivessem em momentos de crises, podiam se comportar de forma mais arriscada. Isso ocorria porque os custos de decisões inadequadas não eram inteiramente absorvidos pelos próprios bancos, mas repassados à sociedade (Carvalho, 2004).

À medida em que a regulação de liquidez focalizava mais concentradamente os depósitos à vista, ela própria acabava por servir de estímulo aos bancos para procurar outras fontes de captação, que preocupassem menos os reguladores e, com isto, estivesse sujeita a um conjunto menor de restrições regulatórias. Mas os depósitos à vista não eram apenas de interesse de reguladores prudenciais. Também a política monetária voltava-se principalmente para o comportamento dos depósitos, na busca por controle do estoque de meios de pagamento em circulação. Algumas das mais importantes inovações financeiras dos anos 1950 no setor bancário dos Estados Unidos, o surgimento de CDBs e o desenvolvimento do mercado interbancário de reservas, foram respostas a pressões de política monetária pelo Federal Reserve (Carvalho, 2004, p. 11)

Com as mudanças macroeconômicas e inovações financeiras nos EUA, a partir da década de 1970, o setor bancário se modifica drasticamente, tornando as medidas de foco em liquidez cada vez mais inadequadas. Assim como discutido por Kregel (2004), para Carvalho (2004) as mudanças no perfil das instituições financeiras, que diversificaram amplamente suas atividades; as pressões competitivas, advindas da globalização financeira e da liberalização do mercado, colocando bancos de diferentes países em competição direta (os quais tinham regulações distintas em seus respectivos países) e; a inadequação às novas condições de mercado, como a crescente volatilidade de preços, taxas de juros e câmbio, foram fatores determinantes para que o modelo baseado em liquidez perdesse eficácia no mercado financeiro.

Portanto, como forma de superar a então ineficiência do modelo focado em liquidez como forma de regulamentação, busca-se novas estratégias regulatórias. É neste momento que surge o acordo de Basileia, em 1988, que teve como objetivo principal nivelar as condições competitivas entre os bancos internacionais. Em outras palavras, padronizar as formas de regulamentação do setor bancário e financeiro em escala mundial, de modo que agora se deslocava do foco de liquidez para a solvência dessas instituições (Carvalho, 2004).

3.5.2. Basileia I (1988)

O sistema financeiro possui muitas peculiaridades, sejam elas favoráveis ou desfavoráveis. Nesse sentido, os acordos de Basileia surgem para combater os riscos que vão se ampliando

com as inovações financeiras em todo o mundo. Criado em 1975, o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS) através do Banco de Compensações Internacionais (BIS)⁵, e formado pelo G10 da época, tinha o intuito de discutir e formular recomendações para a regulamentação e cooperação para supervisão bancária, visando reforçar e proteger a instabilidade bancária (Cunha, 2014).

O acordo Basileia I surge em um momento de globalização financeira e liberalização dos mercados, quando bancos americanos, europeus e japoneses começam a competir diretamente. Os Estados Unidos, por exemplo, estavam em desvantagem por causa da lei Glass/Steagal⁶, responsável por medidas de regulação dos bancos americanos, que gerava grandes desvantagens competitivas em relação aos bancos internacionais europeus e japoneses, principalmente devido à exigência de manter níveis mais altos de capital próprio. Em outras palavras, como não havia uma padronização bancária internacional, os bancos internacionais seguiam as regras estabelecidas em seus territórios, então, quando entravam em atividade em outros países podiam causar uma concorrência nos bancos que seguiam outros tipos de regras (Carvalho, 2004).

Dois objetivos fundamentais estão no coração do trabalho do Comitê sobre a convergência regulatória. Estes são, primeiro, que a nova estrutura deveria servir para reforçar a saúde e a estabilidade do *sistema bancário internacional*; e, em segundo lugar, que a estrutura deveria ser justa e ter um alto grau de consistência em sua aplicação a bancos em diferentes países *com vistas a diminuir uma fonte existente de desigualdade competitiva entre bancos internacionais*. ... a estrutura [proposta] pelo Comitê é dirigida mais especificamente a bancos que participem do mercado internacional (BCBS, 1988, pp. 1-2; ênfases acrescentadas, apud Carvalho, 2004, p.16-17).

O acordo previa a exigência de coeficiente de capital próprio para os bancos. Estes coeficientes foram estabelecidos com o intuito de garantir que os bancos mantivessem um nível mínimo de capital em relação aos seus ativos que tinham riscos. Além disso, o acordo adotou uma abordagem tutelar, na qual o regulador não somente prescrevia instrumentos para gerenciar riscos, mas também definia os próprios riscos. Um exemplo disto foi a elaboração pelo Comitê de uma tabela que atribuía pesos de risco para diferentes classes de ativos (Carvalho, 2004).

⁵ Banco que atua como um agente de cooperação para os Bancos Centrais. Em outras palavras, é o banco dos Bancos Centrais.

⁶ Essa lei, aprovada em 1933, nos EUA, consistia na separação de bancos comerciais dos bancos de investimento. Foi elaborada com o intuito de fornecer o uso mais seguro e eficaz dos ativos dos bancos, além de regular o controle interbancário, a fim de evitar o desvio indevido de fundos para transações especulativas e para outros fins (FEDERAL RESERVE HISTORY, 2013).

No entanto, segundo Carvalho (2004, p. 21), a elaboração da tabela de riscos mostrou-se grosseira e imprecisa, de modo que não refletia adequadamente os riscos reais das operações. Isso contribuiu para a “possibilidade de ganhos de arbitragem que derrotavam o propósito do próprio acordo”. Por exemplo, os bancos podiam realizar empréstimos arriscados a países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), aproveitando-se do fato de que esses empréstimos eram tratados como sem risco pelo acordo, enquanto cobravam taxas de juros mais altas no mercado, “já que na determinação das taxas de juros a serem pagas prevaleciam as avaliações de risco dos mercados, mas na determinação do custo regulatório destes empréstimos prevalecia a recomendação da Basileia”, que estabelecia que países da OCDE não ofereciam risco.

Dessa forma, o primeiro acordo de Basileia tornou-se um marco na regulação prudencial, sendo aplicado não apenas a bancos internacionalmente ativos, mas para todo o setor bancário. Ele foi amplamente adotado por países industrializados, emergentes e em desenvolvimento. No entanto, suas deficiências levaram ao desenvolvimento de novas abordagens regulatórias. Em 1995, uma emenda ao acordo original foi aprovada, incluindo a exigência de capital para cobrir o risco de mercado, permitindo agora que os próprios bancos calculassem seus riscos usando modelos internos. Dessa forma, o acordo posterior, conhecido como “Basileia II”, consolida a tendência de confiar nos bancos para definir e mensurar seus próprios riscos (Carvalho, 2004).

3.5.3. Basileia II

O Acordo Basileia II, elaborado em 2004, estabeleceu uma revisão do primeiro Acordo, agregando princípios mais precisos sobre os riscos que as instituições financeiras internacionalmente ativas estavam sujeitas. O documento, direcionado aos grandes bancos, detalha três pilares para a regulação prudencial, assim como mostra o Quadro 2 (Banco Central Do Brasil, 2025).

Quadro 2 – Os três pilares do Basileia II

| PILARES | DESCRIÇÃO |
|----------------|--|
| Pilar 1 | Critérios para o cálculo dos requerimentos mínimos de capital (riscos de crédito, mercado e operacional) |
| Pilar 2 | Princípios de supervisão para a revisão de processos |

| | |
|----------------|--|
| | internos de avaliação da adequação de capital, de forma a incentivar a aplicação, pelos próprios supervisionados, de melhores práticas de gerenciamento de riscos por meio do seu monitoramento e mitigação. |
| Pilar 3 | Incentivo à disciplina de mercado por meio de requerimentos de divulgação ampla de informações relacionadas aos riscos assumidos pelas instituições. |

Fonte: Elaboração própria com base em Banco Central do Brasil (2025).

O Pilar I, é o mais técnico e quantitativo, focado na definição do capital regulador, e no cálculo do requerimento de capital para três tipos de risco: o de crédito; de mercado, e; o operacional. O cálculo para o risco de crédito estabelece duas abordagens, o enfoque padrão e o Internal Ratings-Based Approach (IRB). Este último é dividido em básico, quando o banco calcula internamente apenas a probabilidade de inadimplência e; avançado, quando o banco calcula todos os parâmetros de risco internamente (Garcia-Herrero; Gavilá, 2006).

Enquanto isso, o Pilar II trata do processo de exame supervisor, estabelecendo quatro princípios fundamentais: i) os bancos devem ter um processo para avaliar a suficiência de capital; ii) os supervisores devem examinar as estratégias e avaliações internas dos bancos; iii) os supervisores devem esperar que os bancos operem acima do capital regulador; iv) os supervisores devem intervir prontamente se o capital descer abaixo do mínimo. Além disso, este pilar analisa os riscos tratados parcialmente ou não tratados no Pilar I, como o risco de liquidez, de concentração, entre outros (Garcia-Herrero; Gavilá, 2006)

Já o Pilar III tem como objetivo principal fomentar a disciplina de mercado sobre as entidades bancárias, focado na divulgação de informação financeira verdadeira e completa. O intuito disto é garantir a ideia de que mercados bem informados premiam bancos com menor perfil de risco, contribuindo para a estabilidade do sistema bancário. Logo, os três pilares trabalham complementando-se um ao outro, para juntos criar um sistema de regulação e supervisão bancária mais robusto e abrangente. (Garcia-Herrero; Gavilá, 2006)

No entanto, apesar de ser um acordo mais completo que o primeiro, com a crise de 2008, o Comitê de Basileia revolve aprimorar as recomendações tanto do primeiro acordo como do segundo, com o intuito de aumentar a capacidade das instituições financeiras em conseguir absorver perdas não esperadas. Então, desenvolvem o terceiro acordo, o Basileia III (Banco Central Do Brasil, 2025).

3.5.4. Basileia III

Em novembro de 2010, na Coreia do Sul, os países das 20 maiores economias do mundo, o G20, chegaram a um acordo para reformar o sistema bancário desgastado pela crise de 2007-2008. Esse acordo se refere ao Basileia III, formado pelos documentos: Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system; Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring (Leite; Reis, 2013).

Dentre os principais pontos implementados no acordo estavam: “reforçar os requisitos de capital próprio das instituições de crédito, aumentar a qualidade desses fundos próprios e reduzir o risco sistêmico”. Para isso, foram postos novos aumentos de requisitos de capital e liquidez (Reis, 2015, p. 703). O Quadro 3 retrata as principais medidas propostas pelo comitê.

Essas novas mudanças são propostas com o reconhecimento do fracasso do modelo de regulação do Basileia II, até então prevalecente, que culminou na crise financeira de 2007-2008 nos Estados Unidos, que se espalhou para o mundo todo (Leite; Reis, 2013). Essa crise evidenciou diversos fatores, como:

- (i) a falta de provisionamento de capital nos bancos em momentos de estresse severos; (ii) as incertezas sobre o processo de resolução de falências bancárias, sobretudo quando elas envolvem grandes bancos sistêmicos globais operando em várias jurisdições; e (iii) a excessiva prociclicidade do requerimento de capital nas fases de expansão e contração dos ciclos financeiros, levando a um excesso de euforia na fase de alta do ciclo e um excesso de pessimismo na fase de baixa (Banco Central Do Brasil, p. 4).

O aprendizado retirado disso, para Reis (2015, p.703), foi o de que “as razões de capital baseadas em risco podem fornecer informações turvas sobre a situação financeira de determinada instituição”. Em outras palavras, basear as regras apenas em riscos, “subestimam a verdadeira ameaça a que estão expostas as instituições financeiras”.

É para lidar com esse problema que o acordo de capitais de Basileia III recomenda que seja implementado um índice de alavancagem como medida complementar de capital. Por meio desse índice não baseado em risco, o Comitê (BCBS, 2010b) espera alcançar os seguintes objetivos: i) diminuir a alavancagem do setor bancário, contribuindo para mitigar o risco de desestabilização do sistema financeiro desencadeada por um processo de desalavancagem dos agentes; e ii) introduzir uma salvaguarda adicional aos modelos de mensuração de risco mediante a introdução de uma medida simples, transparente e não baseada em riscos (Reis, 2015, p. 703).

Quadro 3 – Principais medidas traçadas pelo Comitê de Basileia para o Acordo de Basileia III

| MEDIDAS | DESCRIÇÃO |
|---|--|
| Aumento da qualidade do capital | Assegurar que os bancos lidem melhor com as perdas. |
| Incremento nos requerimentos mínimos de capital | Inclui aumento no capital principal de 2% para 4,5%. |
| Criação de colchões de capital | <ul style="list-style-type: none"> • Colchão de conservação de capital: 2,5% dos ativos ponderados pelo risco; • Colchão anticíclico de capital: 2,5% ajustável conforme necessidades nacionais. |
| Diversificação da cobertura de risco | Incorporação de atividades de trading, securitizações, exposições fora do balanço e derivativos. |
| Taxa de alavancagem máxima | Fixada em 3% para as instituições. |
| Requerimentos mínimos de liquidez | LCR (Liquidity Coverage Ratio): Para o curto prazo; NSFR (Net Stable Funding Ratio): Para o longo prazo. |
| Aumento da importância dos pilares II e III do Acordo anterior no processo de supervisão e transparência | Incentivo de práticas para a gestão de liquidez, realização dos testes de estresse, governança corporativa e práticas de avaliação de ativos. |

Fonte: Elaboração própria com base em Leite e Reis (2013, p. 14).

Em suma, o acordo de Basileia III se trata de uma resposta regulatória internacional, cuja tentativa é a busca para “aumentar a qualidade e quantidade do capital das instituições financeiras, a fim de tornar o sistema financeiro mais resiliente e reduzir riscos e custos para o setor público e para os demais setores da economia real decorrentes de eventuais crises bancárias”. Formando, então, um conjunto de recomendações gerais para melhores práticas da estrutura de capital das instituições financeiras (Banco Central Do Brasil, p. 3).

4. A ESTRUTURA REGULAMENTADORA E OPERADORA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL BRASILEIRO DE MOEDA, CRÉDITO E CAPITALIS

O SFN é dividido, segundo o BCB (2025a), em três órgãos, quais sejam: o normativo; o executor, e; o operador. Além disso, ainda possui uma divisão quanto aos seus mercados, o primeiro é o mercado de moeda, crédito, capitais e câmbio, o segundo é o mercado de seguros, e terceiro o mercado de previdência complementar fechada. A Figura 1 retrata exatamente essas divisões. Porém, destacamos que iremos trabalhar apenas com o primeiro tipo de mercado, já que é o mais relacionado com nosso estudo.

Figura 1: A divisão do Sistema Financeiro Nacional brasileiro



* Dependendo de suas atividades corretoras e distribuidoras também são fiscalizadas pela CVM.

** As Instituições de Pagamento não compõem o SFN, mas são reguladas e fiscalizadas pelo BCB, conforme diretrizes estabelecidas pelo CMN.

Fonte: Apud Banco Central do Brasil (2025a).

4.1. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN)

Considerado o órgão normativo máximo do SFN, o CMN, segundo a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 que o regulamenta, tem a “finalidade de formular a política da moeda e do crédito como previsto nesta lei, objetivando o progresso econômico do País”. Além disso, também é uma de suas atribuições fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira, bem como disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos (Brasil, 1964).

Os membros do CMN reúnem-se uma vez a cada mês e é composto, atualmente, pelo Ministro de Estado da Fazenda, que é o presidente do órgão, a Ministra de Estado do Planejamento e Orçamento do Brasil e o presidente do BCB. Suas reuniões têm o intuito de deliberar sobre assuntos como: a orientação para aplicação dos recursos das Instituições Financeiras (IF); zelar pela liquidez e solvência das IF; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiro; coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa, e; estabelecer a meta para a inflação (BCB, 2025b).

Dessa forma, o CMN tem a função primordial de formular a política da moeda e do crédito, bem como elaborar as diretrizes e normas que as IF precisam seguir dentro do SFN. No entanto, apesar de formular isso, o órgão não é responsável pela execução e fiscalização destas, mas sim o BCB nos mercados de moeda, crédito, câmbio e capitais (em casos específicos), e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que tem sua responsabilidade limitada ao mercado de capitais.

4.2. BANCO CENTRAL DO BRASIL

O BCB, criado em 1964, é uma autarquia de natureza especial, que pertence aos órgãos supervisores do SFN. Possui uma diretoria colegiada composta por oito diretores e um presidente, sendo todos estes indicados e nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal. A sua principal competência é, segundo a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 que o regulamenta, “cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são

atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional”.

Dentre as suas principais funções estão: determinar e receber o recolhimento compulsório de até cem por cento dos depósitos à vista e de sessenta por cento de outros títulos contábeis das IF, e ainda os depósitos voluntários à vista das IF; realizar operações de redesconto e empréstimo com instituições financeiras públicas e privadas; exercer o controle do crédito sob todas as suas formas; efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei; ser depositário das reservas oficiais de ouro e moeda estrangeira e de Direitos Especiais de Saque; fiscalizar as IF, e, se necessário, aplicar penalidades previstas; conceder autorizações às IF; realizar operações com instrumentos de PM, como a compra e venda de títulos públicos; efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno; dentre outras atribuições (Brasil, 1964). O Quadro 4 descreve essas funções.

Quadro 4 – Descrição das tarefas a cargo do BCB

| OBJETIVO | DESCRIÇÃO |
|--|---|
| Inflação baixa e estável | Manter a inflação sob controle, ao redor da meta, é objetivo fundamental do BC. A estabilidade dos preços preserva o valor do dinheiro, mantendo o poder de compra da moeda. Para alcançar esse objetivo, o BC utiliza a PM, política que se refere às ações do BC que visam afetar o custo do dinheiro (taxas de juros) e a quantidade de dinheiro (condições de liquidez) na economia. |
| Sistema financeiro seguro e eficiente | Faz parte da missão do BC assegurar que o sistema financeiro seja sólido (tenha capital suficiente para arcar com seus compromissos) e eficiente. |
| Banco do governo | O BC detém as contas mais importantes do governo e é o depositário das reservas internacionais do país. |
| Banco dos bancos | As instituições financeiras precisam manter contas no BC. Essas contas são monitoradas para que as transações financeiras aconteçam com fluidez e para que as próprias contas não fechem o dia com saldo negativo. |
| Emissor do dinheiro | O BC gerencia o meio circulante, que nada mais é do que garantir, para a população, o fornecimento adequado de dinheiro em espécie. |

Fonte: apud BCB (2025c).

Um detalhe importante na história do BCB foi a criação da Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, que dispõe sobre sua autonomia, que teve como um de seus intuitos,

desvincular a sua imagem do governo. Para isso, apesar de manter as nomeações dos diretores e de seu presidente pelo Presidente da República, modifica-se a forma como os mandatos vigoram. Isto é, se antes este tinha o poder de nomear e destituir a qualquer momento os membros colegiados do BCB, a partir desta Lei ocorre a extinção disso. Ficando, então, da seguinte forma:

Art. 4º O Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil serão indicados pelo Presidente da República e por ele nomeados, após aprovação de seus nomes pelo Senado Federal.

§ 1º O mandato do Presidente do Banco Central do Brasil terá duração de 4 (quatro) anos, com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República.

§ 2º Os mandatos dos Diretores do Banco Central do Brasil terão duração de 4 (quatro) anos, observando-se a seguinte escala:

I - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de março do primeiro ano de mandato do Presidente da República;

II - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do segundo ano de mandato do Presidente da República;

III - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República; e

IV - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do quarto ano de mandato do Presidente da República (Brasil, 2021).

Essa pauta foi uma ação coordenada pelo então Ministro de Estado da Economia entre 2019 e 2022, Paulo Guedes, que defendia claramente a “independência” do BCB. A sua formação acadêmica, com mestrado e doutorado na Universidade de Chicago, nos EUA, tem grande influência nisto, já que esta foi e é uma escola alinhada com os ideais de Milton Friedman, que enxergava na gestão do BC um indutor de inflação, através das pressões políticas que poderia sofrer para expandir a oferta monetária. Segundo Guedes (2022), o Banco Central independente é a despolitização da moeda, ou seja, evitar que o candidato seja a pessoa que manipule artificialmente o valor da moeda para se perpetuar no poder, utilizando-se de uma argumentação alinhada com a de Friedman.

Logo, pode-se notar que a principal atividade do BCB está em volta do mercado monetário, no qual ele tem o dever de garantir a estabilidade da moeda brasileira com o controle da inflação e para isso se vale de suas PM. Esse mercado e as atividades realizadas pelo BCB são coordenados pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), que define a cada 45 dias a meta da taxa básica de juros da economia brasileira, a Selic (destacada no tópico 4.2.1 deste trabalho).

A reunião do Copom segue um processo que procura embasar da melhor forma possível a sua decisão. Os membros do Copom assistem a apresentações técnicas do corpo funcional do BC, que tratam da evolução e perspectivas das economias

brasileira e mundial, das condições de liquidez e do comportamento dos mercados. Assim, o Comitê utiliza um amplo conjunto de informações para embasar sua decisão. Depois, a reunião é reservada para a discussão da decisão entre os membros. A decisão é tomada com base na avaliação do cenário macroeconômico e os principais riscos a ele associados. Todos os membros do Copom presentes na reunião votam e seus votos são divulgados. As decisões do Copom são tomadas visando com que a inflação medida pelo IPCA se situe em linha com a meta definida pelo CMN (BCB, 2025).

4.3. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A CVM é uma autarquia em regime especial, pertencente aos órgãos supervisores do SFN, vinculada ao Ministério da Fazenda, criada em 1976 pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Ela é administrada por um Presidente e quatro diretores nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal.

Dentre suas principais atribuições estão: estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores e acionistas controladores; assegurar práticas equitativas de mercado; dentre outras (Brasil, 1976).

Em suma, a CVM, é um órgão vinculado ao Ministério da Fazenda que tem como função essencial a de fiscalizar e regular o mercado de capitais, atuando principalmente na defesa dos direitos dos investidores contra crimes associados a este mercado. Além disso, trabalha no sentido de expandir os submercados de capitais, como: fundos imobiliários, bolsa de valores, balcão organizado, derivativos, subscrição de ações, dentre outros.

4.4. ÓRGÃOS OPERADORES: OS TIPOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DO MERCADO MONETÁRIO, CRÉDITO E DE CAPITALIS

Para analisar os tipos de IF existentes no Brasil é válido destacar primeiramente os tipos de carteiras bancárias que estas possuem. Elas são como um tipo de autorização e indicam qual tipo de operação financeira o banco está autorizado, pelo BCB, a realizar. Estes Bancos são definidos pelo BCB (2025d) como “a instituição financeira especializada em intermediar o dinheiro entre poupadores e aqueles que precisam de empréstimos, além de custodiar

(guardar) esse dinheiro. Ele providencia serviços financeiros para os clientes (saques, empréstimos, investimentos, entre outros)”. O Quadro 5 mostra quais são estas carteiras e suas particularidades ao analisar as IF autorizadas pelo BCB, bem como quem realiza tais operações.

Quadro 5 – As carteiras bancárias, suas características e os possuidores no Brasil autorizados pelo BCB.

| TIPOS DE CARTEIRAS BANCÁRIAS | DESCRIÇÃO | POSSUIDOR DA CARTEIRA |
|--|---|--|
| Carteira Comercial | <ul style="list-style-type: none"> • Realiza operações de captação de depósitos à vista e a prazo; • Concessão de crédito, na forma de empréstimo ou financiamento para Pessoas Físicas (PF) ou Pessoas Jurídicas (PJ); • Concessão aval, fianças e garantias. | Banco Comercial |
| Carteira de Investimento | <ul style="list-style-type: none"> • Realiza a gestão de ativos financeiros, como ações, títulos privados e públicos; • Concede empréstimos para operações de capital fixo e de giro. | Banco de Investimentos |
| Carteira de Desenvolvimento | <ul style="list-style-type: none"> • Privativa para bancos públicos de desenvolvimento estaduais; • Tem o intuito de financiar projetos de infraestrutura de setores estratégicos; • Atua com operações de médio e longo prazo. | Banco de Desenvolvimento |
| Carteira de Crédito Imobiliário | <ul style="list-style-type: none"> • Oferece crédito para a compra de imóveis. | Sociedade de Crédito Imobiliário |
| Carteira de Crédito, Financiamento e Investimento | <ul style="list-style-type: none"> • Operações de crédito, financiamento e investimento, através de empréstimo e financiamentos | Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento (Financeiras) |
| Carteira de Arrendamento Mercantil | <ul style="list-style-type: none"> • Oferece a locação de bens por meio de financiamento; • O Cliente tem a possibilidade de adquirir o bem ao final do contrato | Sociedade de Arrendamento Mercantil |

Fonte: Elaboração própria com base em Brasil (2023) e BCB (2025d).

Estas carteiras são, segundo a Resolução CMN nº 5.060, de 16 de fevereiro de 2023, o conjunto de atividade principais desempenhadas por: Banco Comercial (BC); Banco de Investimento (BI); Banco Múltiplo (BM); Banco de Desenvolvimento (BD); Sociedades de Arrendamento Mercantil (SAM); Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI), conhecida popularmente como “financeira”. No caso do Banco Múltiplo, para ser

considerado como tal, deve possuir no mínimo duas carteiras, sendo obrigatoriamente uma delas a comercial ou de investimento. Isto é, se a IF detiver a autorização do BCB para operar com a carteira comercial e a de crédito imobiliário, por exemplo, já é considerada um BM (BRASIL, 2023).

Além disso, a classificação dos tipos de IF no Brasil caracteriza-se em duas partes: as monetárias e não monetárias. A primeira está relacionada com o recebimento de depósitos à vista, representada dentro da carteira comercial das IF, e o fato de criar moeda escritural com empréstimos advindos desses depósitos, e; a segunda é caracterizada por não criar moeda escritural, pois não possuem autorização para captar depósitos à vista. No caso das Fintechs, objeto de nosso estudo, elas possuem tipos diferentes, que se encaixam nas duas classificações, então analisamos mais profundamente no Tópico 4.3 o seu caso, ressaltando que o BCB não as reconhece como “Banco”, apesar de realizar atividades alinhadas com os mesmos, por isso deve-se analisar de uma forma diferente. O Quadro 6 aponta as principais características dessas IF.

Quadro 6 – Tipos de Instituições Financeiras existentes no Brasil e suas características

| TIPOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS | CARACTERÍSTICAS |
|-----------------------------------|--|
| Bancos Comerciais | <ul style="list-style-type: none"> • São instituições financeiras privadas ou públicas; • Objetivo principal: proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral; • Capta depósitos à vista e a prazo; • Deve ser constituído sob a forma de sociedade anônima; • Na sua denominação social deve constar a expressão "Banco"; • São fiscalizados pelo BCB. |
| Bancos de Investimentos | <ul style="list-style-type: none"> • São instituições financeiras privadas; • Especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros; • Não possuem contas correntes; • Captam recursos via: depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados; • Principais operações ativas são: financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos interfinanceiros e repasses de empréstimos externos; • Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima; • Adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Investimento"; • São fiscalizados pelo BCB. |
| | <ul style="list-style-type: none"> • São instituições financeiras controladas pelos governos estaduais; • Objetivo principal: proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento, a médio e a longo prazos, de programas e projetos que visem a promover o desenvolvimento econômico e social do |

| | |
|---|---|
| Bancos de Desenvolvimento | <p>respectivo Estado;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Operações passivas são: depósitos a prazo, empréstimos externos, emissão ou endosso de cédulas hipotecárias, emissão de cédulas pignoratícias de debêntures e de Títulos de Desenvolvimento Econômico; • Operações ativas são: empréstimos e financiamentos, dirigidos prioritariamente ao setor privado; • Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima, com sede na capital do Estado que detiver seu controle acionário; • Deve adotar, obrigatória e privativamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Desenvolvimento", seguida do nome do Estado em que tenha sede; • São fiscalizados pelo BCB. |
| Bancos Cooperativos | <ul style="list-style-type: none"> • Objetivo principal: Possibilitar o acesso aos produtos e serviços bancários não disponíveis às cooperativas de crédito, tais como acesso à câmara de compensação de cheques, aos créditos oficiais, à reserva bancária e ao mercado interfinanceiro; • Subordinam-se à legislação e à regulamentação aplicáveis aos bancos comerciais e aos bancos múltiplos em geral; • São fiscalizados pelo BCB. |
| Bancos Múltiplos | <ul style="list-style-type: none"> • São instituições financeiras privadas ou públicas; • Realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento; • A carteira de desenvolvimento somente poderá ser operada por banco público; • Deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento; • Ser organizado sob a forma de sociedade anônima; • As instituições com carteira comercial podem captar depósitos à vista; • Na sua denominação social deve constar a expressão "Banco"; • São fiscalizados pelo BCB. |
| Sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras) | <ul style="list-style-type: none"> • São instituições privadas; • Fornecem empréstimo e financiamento para aquisição de bens, serviços e capital de giro; • Quando não ligadas a bancos, fazem parte de conglomerados econômicos e operam como braço financeiro de grupos comerciais ou industriais; • Podem operar em nichos que não são atendidos pelos conglomerados bancários, principalmente nos empréstimos e financiamentos com características específicas (risco mais elevado, financiamento de veículos usados, convênios com estabelecimentos comerciais); • Devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima; • Denominação social deve constar a expressão "Crédito, Financiamento e Investimento"; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Sociedades de crédito imobiliário | <ul style="list-style-type: none"> • É um tipo de instituição financeira especializada no financiamento habitacional, integrante do Sistema Financeiro da Habitação (SFH); • Objetivo principal: consiste no financiamento para construção de habitações, na abertura de crédito para compra ou construção de casa própria e no financiamento de capital de giro a empresas incorporadoras, produtoras e distribuidoras de material de construção; • Atualmente, em decorrência da sua condição de repassadora, têm atuado de forma mais limitada, voltando-se para operações específicas, como o programa "Minha Casa, Minha Vida"; • A SCI é constituída na forma de sociedade anônima; • Deve constar em sua denominação social a expressão "crédito imobiliário"; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| | <ul style="list-style-type: none"> • Criada para fomentar o financiamento imobiliário além dos limites do Sistema |

| | |
|---|---|
| Companhias hipotecárias | <p>Financeiro de Habitação (SFH);</p> <ul style="list-style-type: none"> • Objetivo principal: a concessão de financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais, empréstimos garantidos por hipotecas ou alienação fiduciária de imóveis e repasses de recursos relacionados a programas imobiliários, além da administração de fundos de investimento imobiliário; • Não recebe depósitos de poupança; • Seus recursos provêm, entre outros, de: letras hipotecárias, debêntures, empréstimos, financiamentos no País e no Exterior e letras de crédito imobiliário (LCI); • Deve ser constituída sob a forma de sociedade anônima e a expressão “Companhia Hipotecária” deve constar de sua denominação social.; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Agências de fomento | <ul style="list-style-type: none"> • Objetivo principal: financiar capital fixo e de giro para empreendimentos previstos em programas de desenvolvimento, na unidade da Federação onde estiver sediada; • Potenciais beneficiários do financiamento (operações ativas): projetos de infraestrutura, profissionais liberais e micro e pequenas empresas; • Abrir linhas de crédito para municípios de seu estado, voltadas para projetos de interesse da população; • Excepcionalmente, quando o empreendimento visar benefícios de interesse comum, as agências de fomento podem prestar assistência a programas e projetos desenvolvidos em estado limítrofe à sua área de atuação; • Deve ser constituída sob a forma de sociedade anônima de capital fechado; • Cada estado e o Distrito Federal podem constituir uma única agência, que ficará sob o controle do ente federativo onde tenha sede; • A expressão Agência de Fomento, acrescida da indicação da Unidade da Federação controladora, deve constar obrigatoriamente da denominação social da instituição; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Sociedades de arrendamento mercantil (leasing) | <ul style="list-style-type: none"> • Objetivo principal: realizar arrendamento de bens móveis e imóveis adquiridos por ela, segundo as especificações da arrendatária (cliente), para fins de uso próprio desta; • Não são consideradas instituições financeiras, mas sim entidades equiparadas a instituições financeiras; • Podem ser divididas em duas modalidades: leasing financeiro e leasing operacional. A diferença básica é que no leasing financeiro o prazo é usualmente maior e o arrendatário tem a possibilidade de adquirir o bem por um valor pré-estabelecido; • Ao final do contrato, o arrendatário tem as opções de efetivar a aquisição do bem arrendado ou devolvê-lo, em geral o cliente já terá pago a maior parte do valor do bem, não sendo a devolução, embora possível, financeiramente vantajosa.; • Essas sociedades são constituídas sob a forma de sociedade anônima; • Deve constar obrigatoriamente na sua denominação social a expressão "Arrendamento Mercantil"; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários | <ul style="list-style-type: none"> • Atuam nos mercados financeiros e de capitais e no mercado cambial intermediando a negociação de títulos e valores mobiliários entre investidores e tomadores de recursos; • Na atividade de intermediação, oferecem serviços como plataformas de investimento pela internet (<i>home broker</i>), consultoria financeira, clubes de investimentos, financiamento para compra de ações (conta margem) e administração e custódia de títulos e valores mobiliários dos clientes; • Na remuneração pelos serviços, podem cobrar comissões e taxas; • Devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada; • São supervisionadas tanto pelo BCB quanto pela CVM. |

| | |
|--|--|
| Cooperativas de crédito | <ul style="list-style-type: none"> • É uma instituição financeira formada pela associação de pessoas para prestar serviços financeiros exclusivamente aos seus associados; • Os cooperados são ao mesmo tempo donos e usuários da cooperativa, participando de sua gestão e usufruindo de seus produtos e serviços; • Seus associados encontram os principais serviços disponíveis nos bancos, como conta-corrente, aplicações financeiras, cartão de crédito, empréstimos e financiamentos; • Os associados têm poder igual de voto independentemente da sua cota de participação no capital social da cooperativa; • Não visa lucros, os direitos e deveres de todos são iguais e a adesão é livre e voluntária; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Fintechs de crédito: sociedades de crédito direto (SCDs) | <ul style="list-style-type: none"> • Caracteriza-se pela realização de operações de crédito, por meio de plataforma eletrônica, com recursos próprios; • Não pode fazer captação de recursos do público; • Podem prestar os seguintes serviços: análise de crédito para terceiros; cobrança de crédito de terceiros; distribuição de seguro relacionado com as operações por ela concedidas por meio de plataforma eletrônica e emissão de moeda eletrônica; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Fintechs de crédito: Sociedades de empréstimo entre pessoas (SEPs) | <ul style="list-style-type: none"> • Realiza operações de crédito entre pessoas, conhecidas no mercado como peer-to-peer lending; • Ela se interpõe na relação entre credor e devedor, realizando uma clássica operação de intermediação financeira, pelos quais podem cobrar tarifas; • Pode fazer captação de recursos do público, desde que eles estejam inteira e exclusivamente vinculados à operação de empréstimo; • Atua apenas como intermediária dos contratos realizados entre os credores e os tomadores de crédito; • Os recursos são de terceiros que apenas utilizam a infraestrutura proporcionada por ela para conectar credor e tomador; • A exposição de um credor, por SEP, deve ser de no máximo R\$ 15 mil; • Pode prestar outros serviços como: análise e cobrança de crédito para clientes e terceiros, e emissão de moeda eletrônica.; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte (SCMEPP) | <ul style="list-style-type: none"> • Objetivo principal: ampliar o acesso ao crédito por parte dos microempreendedores (pessoas naturais) e empresas de pequeno porte (pessoas jurídicas); • Impedidas de captar, sob qualquer forma, recursos do público, bem como emitir títulos e valores mobiliários destinados à colocação e oferta públicas; • Podem atuar como correspondente no país; • Devem ser instituídas sob a forma de companhia fechada ou de sociedade limitada; • Deve constar a expressão "Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à Empresa de Pequeno Porte" na denominação social; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Administradoras de consórcios | <ul style="list-style-type: none"> • É a pessoa jurídica prestadora de serviços com objeto social principal voltado à administração de grupos de consórcio; • Objetivo principal: reunir pessoas naturais e jurídicas em grupo, com prazo de duração e número de cotas previamente determinados para seus integrantes, de forma isonômica, a aquisição de bens ou serviços, por meio de autofinanciamento; • Constituída sob a forma de sociedade limitada ou sociedade anônima; • São fiscalizadas pelo BCB. |
| Instituições de Pagamento (IP) | <ul style="list-style-type: none"> • É a pessoa jurídica que viabiliza serviços de compra e venda e de movimentação de recursos, no âmbito de um arranjo de pagamento; • Não concede empréstimos e financiamentos a seus clientes; • Possibilitam ao cidadão realizar pagamentos independentemente de |

| | |
|--------------------------------|--|
| | <ul style="list-style-type: none"> relacionamentos com bancos e outras instituições financeira; São fiscalizadas pelo BCB. |
| Bolsa de Valores | <ul style="list-style-type: none"> São sociedades anônimas ou associações civis; Objetivo principal: manter local ou sistema adequado ao encontro de seus membros e à realização entre eles de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros e pela Comissão de Valores Mobiliários; Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa; São fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. |
| Bolsa de Mercadorias e Futuros | <ul style="list-style-type: none"> São associações privadas civis; Objetivo principal: efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas em pregão ou em sistema eletrônico; Devem desenvolver, organizar e operacionalizar um mercado de derivativos livre e transparente, que proporcione aos agentes econômicos a oportunidade de efetuarem operações de hedging (proteção) ante flutuações de preço de commodities agropecuárias, índices, taxas de juro, moedas e metais, bem como de todo e qualquer instrumento ou variável macroeconômica cuja incerteza de preço no futuro possa influenciar negativamente suas atividades; Possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa; São fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. |

Fonte: Elaboração própria *apud* BCB (2025e); BCB (2025f); BCB (2025g); BCB (2025h); BCB (2025i); BCB (2025j); BCB (2025k); BCB (2025L); BCB (2025m); BCB (2025n); BCB (2025o); BCB (2025p); BCB (2025q); BCB (2025r); BCB (2025s); BCB (2025t).

Portanto, o SFN é dividido desta forma, com os órgãos normativos formulando regulamentações, os supervisores executando estas e fiscalizando se as IF estão cumprindo-as, e os operadores agindo dentro dos limites estabelecidos. Observa-se, então, uma estrutura hierárquica definida, em que nas nossas limitações de estudo diante o mercado monetário, de crédito e capitais, define o que deve ser feito e o que não deve. Isso fica explicitado com a definição das carteiras bancárias, das quais um banco só pode exercer aquela operação se estiver devidamente autorizado pelo BCB. Já enquanto as que exercem atividades voltadas ao mercado de capitais necessitam de autorização da CVM, como a Bolsa de Valores, Balcão organizado e Bolsa de mercadorias e futuros.

5. O FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS MONETÁRIO, DE CRÉDITO E DE CAPITAIS NO BRASIL E SUAS RECENTES INOVAÇÕES IMPULSIONADAS PELAS FINTECHS

5.1. O MERCADO MONETÁRIO E A POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA

O mercado monetário tem entre suas funções a utilização das PM para controlar a liquidez da economia, isto é, a quantidade de moeda em circulação. Para isso, o BCB utiliza seus instrumentos de PM para o controle desta, principalmente em operações de curtíssimo prazo, que no geral duram apenas um dia. Então, observado que a economia está com um grande ou pequeno volume de moeda, por exemplo, o BCB pode utilizar seus meios para conter isso, como comprar ou vender títulos públicos no mercado, respectivamente, restaurando para a liquidez desejada (GOV, 2025).

Dito isso, neste ponto são esclarecidos as infraestruturas e ferramentas utilizadas pelo BCB para controlar o mercado monetário e executar o seu principal objetivo: “garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo, e fomentar o bem-estar econômico da sociedade” (Brasil, 1964).

Estabilizar o poder de compra da moeda não é uma tarefa fácil, principalmente quando se trata de um país em desenvolvimento como o Brasil, que depende do capital estrangeiro para o seu crescimento. Historicamente o Brasil possui grandes traumas com a inflação, principalmente na década de 1970 quando estava em torno de 40% ao ano, saltando, em 1980, para cerca de 100% ao ano devido ao choque externo de 1979. Então, como forma de conter essa forte inflação, o regime autoritário em 1981 e 1983 executa dois planos de estabilização convencionais, os quais eram baseados em fortes ajustes fiscais, elevadas taxas de juros e depreciação da moeda. No entanto, ao invés de cair, a inflação, em 1983 sobe para 200% ao ano (Bresser-Pereira, 2010).

Dessa forma, após diversos planos para o controle da inflação⁷, emerge um que se consolida:

⁷ Plano Cruzado I e II (1986); Plano Bresser (1987); Plano Verão (1989); Planos Collor I (1990), e; Plano Collor II (1991).

O Plano Real – cujas três fases iniciais foram completadas em 1º de julho de 1994 com a reforma monetária que extinguiu o cruzeiro real e transformou a Unidade Real de Valor (URV) no Real – e certamente, entre os 13 planos de estabilização tentados no Brasil desde que se iniciou a presente crise, em 1979, o melhor concebido. Não apenas porque dá conta de forma adequada das duas causas fundamentais da inflação brasileira – a crise fiscal e a inércia inflacionária –, mas principalmente porque, em relação a inércia adotou uma solução rigorosamente inovadora: a coordenação prévia dos preços relativos através da URV. Dessa forma foi possível neutralizar as defasagens nos aumentos de preços que caracterizam a inflação crônica ou inercial (Bresser-Pereira, 1994, p.643).

Posteriormente, em 1999, no segundo mandato do presidente da República Fernando Henrique Cardoso é estabelecido a adoção do Tripé Macroeconômico. Segundo Oreiro (2015), este tripé tinha como condutor da PM o regime de metas de inflação; a política fiscal pautada de acordo com a “geração de expressivos superávits primários como proporção do PIB”, e; a política cambial era estabelecida por um “padrão de flutuação relativamente livre da taxa nominal de câmbio. O intuito disto era manter a estabilidade do poder de compra da moeda, isto é, manter a economia sob controle em várias frentes, principalmente em relação ao nível de preços. Para o nosso estudo, apesar de considerar os dois últimos mercados do tripé de suma importância, focaremos no regime monetário.

O funcionamento do regime de metas de inflação se estabelece da seguinte forma: é estabelecida a meta oficial de inflação a ser perseguida pelo Banco Central, que utiliza seus instrumentos de PM, principalmente a taxa básica de juros de curto prazo, para ficar dentro do limite fixado da meta. Além disso, a sua formulação acontece de acordo com as particularidades de cada país, e um índice de preço deve ser escolhido como referência (Neves; Oreiro, 2008).

No Brasil, atualmente, o CMN é o responsável por estabelecer a meta de inflação que o BCB deve perseguir, e este utiliza quatro tipos de instrumentos de PM convencionais para controlá-la, sendo: as operações de mercado aberto (open market); alteração da taxa básica de juros, a Selic; as operações de redesconto; e o controle das taxas de depósito compulsório. Além disso, pode-se utilizar das PM não convencionais, como: o quantitative easing, e; o forward guidance. Esses instrumentos estão estruturados no Quadro 7, identificando suas principais características e como sua utilização pode afetar o mercado, ou pelo menos, qual é o objetivo quando são utilizadas.

Quadro 7 – Tipos de Políticas monetárias adotadas pelo BCB

| POLÍTICA MONETÁRIA | O QUE É, E O QUE SE ESPERA DESSA POLÍTICA |
|---|---|
| <p>Alteração da Taxa Básica de Juros (Selic)</p> | <ul style="list-style-type: none"> • A taxa Selic é a taxa básica de juros da economia no Brasil, ela influencia diversas outras taxas, como as de financiamentos, empréstimos e aplicações financeiras; • Além disso, ela corresponde à taxa de juros média praticada nas operações compromissadas (negociada com compromisso de recompra no futuro) com TPF com prazo de um dia útil; • Ao alterar a taxa Selic o BCB, via COPOM, pode ter duas intenções relacionadas com a meta da inflação estabelecida pelo CMN; • A primeira possibilidade: A elevação da taxa Selic, segundo a visão convencional adotada pelo BCB, busca conter a inflação ao reduzir o consumo e o investimento, via canal da demanda agregada. Essa abordagem parte do pressuposto de que choques de demanda são os principais determinantes da inflação e que o hiato do produto influencia diretamente os preços (SERRANO, 2010); • Segunda intenção: Se a inflação está controlada, de acordo com o que foi estabelecido pelo CMN, o BCB tende a diminuir a Selic, pois os preços agora estão estabilizados. Então, neste caso não se faz necessário manter uma taxa em um nível alto (Amante, 2023); • Uma visão alternativa ao do BCB é que se a inflação é considerada alta, e está descontrolada em relação ao que foi estabelecido pelo CMN, o BCB tende a aumentar a Selic, pois espera a entrada de capital estrangeiro, isso faz com que o Real valorize. Ao valorizar a moeda local, a tendência é que os preços cotados em dólar diminuam, consequentemente, produtos importados tendem a diminuir, como a gasolina, por exemplo. Com isso, a inflação tende a diminuir, sendo esta a intenção principal (Serrano, 2010). |
| <p>Mercado Aberto (Open Market)</p> | <ul style="list-style-type: none"> • É a compra e venda de Títulos Públicos Federais (TPF) com o intuito de manter a taxa básica de juros igual ou próximo da meta estabelecida pelo COPOM; • Comprar TPF: Espera-se aumentar o volume de liquidez na economia objetivando a diminuição da taxa básica de juros. Isso pode trazer como consequência uma expansão da produtividade, pois ao fazer isso os juros praticados no mercado diminuem; • Vender TPF: Espera-se diminuir a liquidez na economia, objetivando o aumento da taxa básica de juros. Isso tende a gerar uma diminuição em investimentos produtivos, pois acarreta no aumento na taxa de juros praticados no mercado (Amante, 2023); • Cabe destacar que essas ações realizadas pelo BCB de compra e venda são extremamente controladas para deixar a taxa de juros próximo a meta definida pelo COPOM; • É através dessa PM que o BCB realiza a operação compromissada, que se trata de um instrumento financeiro de curto prazo, similar a um empréstimo com garantia. Nela, uma instituição vende um título com o compromisso de recomprá-lo por um valor ajustado no futuro. O comprador recebe o título como colateral e pode vendê-lo caso o vendedor não honre a recompra. O BCB, então, utiliza isso vendendo ou comprando TPF com compromisso de recompra/revenda, como forma de regular a liquidez e conduzir a taxa Selic. |
| <p>Redesconto Bancário</p> | <ul style="list-style-type: none"> • É a PM que o BCB se torna “banco dos bancos” como prestador de última instância; • Essa tem a função de conceder liquidez, na forma de empréstimos, para as IF ao longo do dia ou quando não conseguem terminar o dia com saldo positivo; • Tais operações são realizadas por meio da compra de TPF com compromisso de revenda por parte do BCB (ANBIMA, 2023); • Essa é uma operação de curtíssimo prazo, e que geralmente as IF procuram outras IF para realizar tal ação, mas nem sempre estas estão dispostas a emprestar moeda para sua concorrente, daí surge o prestador de última instância, o BCB; |

| | |
|-----------------------------|--|
| | <ul style="list-style-type: none"> • Segundo Carvalho (2004), essa função de emprestador de última instância evita problemas temporários de liquidez; • Funciona como instrumento de PM, pois ao aumentar (ou diminuir) a taxa desse empréstimo, influencia na liquidez da economia, para menos (ou para mais). |
| Depósito compulsório | <ul style="list-style-type: none"> • Funciona da seguinte forma: parte do dinheiro, obrigatoriamente, que um correntista de um banco deposita neste, seja na forma de depósito à vista, a prazo ou poupança, vai para uma reserva no BCB; • A taxa desse recolhimento é determinada pelo BCB; • É um dos mecanismos que dispõe o BCB para o controle de liquidez e combate à inflação; • Serve também como uma reserva emergencial dos bancos, conhecido como “colchão de liquidez”; • É considerado um instrumento da PM, pois a taxa desse recolhimento pode variar de acordo com os critérios adotados pelo BCB, e isso influencia diretamente a liquidez dos bancos e IF, consequentemente da economia do país (BCB, 2025u). |
| Foward Guidance | <ul style="list-style-type: none"> • É um instrumento de PM que o BCB utiliza para guiar o que a sociedade deve esperar da política de juros futura; • O intuito é de conduzir as expectativas informando o caminho completo de como ele perseguirá, até alcançar, a sua meta (Terra, 2020); • Conhecida por ser uma PM não convencional, ou seja, é muito pouco ou quase nunca utilizada; • O BCB utilizou durante a Pandemia de COVID-19, como forma de diminuir a grave incerteza deste período. |
| Quantitative Easing* | <ul style="list-style-type: none"> • Consiste na expansão da liquidez da economia através da compra de TPF e títulos privados; • Os objetivos podem ser a diminuição das taxas de juros bem como a expansão da atividade econômica, incentivando mais investimentos, financiamentos e o consumo; • A diferença principal dessa política para a do Open Market é que esta é exclusivamente expansionista, e não visa seguir o que estabelece a meta; • Conhecida por ser uma PM não convencional, ou seja, é muito pouco ou quase nunca utilizada; • O BCB atualmente não pode utiliza-la, pois não pode comprar títulos privados. Segundo Brasil (1988, art. 164), o BCB está autorizado a comprar ou vender títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. |

*O BCB nunca utilizou esse instrumento, mas já foi utilizado por países como EUA e Japão em cenários de crise, por exemplo na crise do “subprime” em 2008.

Fonte: Elaboração própria com base em Amante (2023); ANBIMA (2023); Carvalho (2004); BCB (2025u); Terra (2020); Brasil (1988, art. 164).

Utilizando dados disponibilizados pelo BCB, observa-se na Tabela 2 que as operações de redesconto, por exemplo, são utilizadas principalmente em momentos de crises econômicas, como foi durante a Pandemia de COVID-19. Observa-se que a partir da confirmação Pandêmica em março de 2020, os empréstimos realizados para as IF dão um grande salto se comparado com o ano anterior completo, que realizou 76 milhões de reais em transações, enquanto que apenas em abril de 2020 esse dado passa para 1.4 bilhão de reais e 20.5 bilhões no mês seguinte, representando um aumento de aproximadamente 1742% e 1364%, respectivamente. Logo, considerando que estas operações são consideradas como

emergenciais (quando os bancos não conseguem um acordo entre si), a estabilidade das IF em termos de liquidez, no Brasil, somente se instaura no final de 2023, quase três anos após o início da Pandemia.

Tabela 2 – Operações de redesconto e linhas de liquidez realizadas pelo BCB (2019-2024)

| Período | Operações de redesconto e linhas de liquidez* | Período | Operações de redesconto e linhas de liquidez* | Período | Operações de redesconto e linhas de liquidez* |
|----------|--|----------|--|----------|--|
| jan-2019 | -14 | jan-2021 | -173 | jan-2023 | -11.159 |
| fev-2019 | 0 | fev-2021 | -2.989 | fev-2023 | -7.599 |
| mar-2019 | 0 | mar-2021 | -1.616 | mar-2023 | -14.930 |
| abr-2019 | 0 | abr-2021 | -6.675 | abr-2023 | -31 |
| mai-2019 | 0 | mai-2021 | -5.829 | mai-2023 | -43 |
| jun-2019 | 0 | jun-2021 | -3.726 | jun-2023 | 46 |
| jul-2019 | 0 | jul-2021 | -7.860 | jul-2023 | -50 |
| ago-2019 | 0 | ago-2021 | -7.665 | ago-2023 | 0 |
| set-2019 | 76 | set-2021 | -3.664 | set-2023 | 123 |
| out-2019 | -46 | out-2021 | -8.009 | out-2023 | -124 |
| nov-2019 | -30 | nov-2021 | -9.334 | nov-2023 | 0 |
| dez-2019 | 0 | dez-2021 | 4.816 | dez-2023 | 0 |
| jan-2020 | 0 | jan-2022 | 12.855 | jan-2024 | 0 |
| fev-2020 | 7 | fev-2022 | 18.124 | fev-2024 | 0 |
| mar-2020 | -7 | mar-2022 | 9.745 | mar-2024 | 0 |
| abr-2020 | 1.407 | abr-2022 | -370 | abr-2024 | 0 |
| mai-2020 | 20.580 | mai-2022 | -3.200 | mai-2024 | 0 |
| jun-2020 | 8.110 | jun-2022 | -1.061 | jun-2024 | -1 |
| jul-2020 | 5.701 | jul-2022 | -2.391 | jul-2024 | 0 |
| ago-2020 | 1.838 | ago-2022 | -853 | ago-2024 | 0 |
| set-2020 | 2.124 | set-2022 | -551 | set-2024 | 0 |
| out-2020 | 1.672 | out-2022 | -5.303 | out-2024 | 0 |
| nov-2020 | -2.011 | nov-2022 | -311 | nov-2024 | 0 |
| dez-2020 | 27.818 | dez-2022 | -17.616 | dez-2024 | 0 |

*Inclui Linhas Financeiras de Liquidez e Linhas Temporárias Especiais de Liquidez com Debêntures e com Letras Financeiras Garantidas.

Fonte: Elaboração própria *apud* Banco Central do Brasil.

Enquanto isso, a compra e venda de TPF, principal forma de PM que o BCB exerce independentemente de crise econômica ou não, refere-se a sua atuação para deixar a taxa Selic próxima a meta estabelecida pelo COPOM. A Tabela 3 demonstra isto, sendo a variação percentual com o mês anterior um grande indicador de como se portou a atuação do BCB para conduzir a Selic para sua meta. Isto é, uma variação positiva indica que o BCB está expandindo a liquidez na economia, ajudando a redução dos juros e estimulando o crédito e o consumo. Já quando a variação é negativa, significa que o BCB observou que a taxa básica de juros estava em uma tendência de alta, então ele intervém vendendo TPF, aumentando a Selic,

com o objetivo também de conter a inflação⁸. Logo, caso não fizesse esses tipos de operações, a tendência seria o descontrole da taxa Selic.

Tabela 3 – Operações com Títulos Públicos Federais realizadas pelo BCB nos mercados primários e secundários (2019-2024)

| Período | Operações com títulos públicos federais - Mercado primário | Operações com títulos públicos federais - Mercado secundário* | Operações com títulos públicos federais - Total | Variação percentual em relação ao mês anterior | Período | Operações com títulos públicos federais - Mercado primário | Operações com títulos públicos federais - Mercado secundário* | Operações com títulos públicos federais - Total | Variação percentual em relação ao mês anterior |
|----------|--|---|---|--|----------|--|---|---|--|
| jan-2019 | 87.812 | -106.213 | -18.401 | -150% | jan-2022 | 26.274 | -12.703 | 13.571 | -82% |
| fev-2019 | -33.637 | 43.934 | 10.297 | 156% | fev-2022 | -76.767 | 87.090 | 10.323 | -24% |
| mar-2019 | -2.493 | -35.799 | -38.292 | -472% | mar-2022 | 209.093 | -168.416 | 40.677 | 294% |
| abr-2019 | 70.582 | -75.289 | -4.707 | 88% | abr-2022 | 39.368 | -30.163 | 9.206 | -77% |
| mai-2019 | 23.706 | 19.526 | 43.232 | 1018% | mai-2022 | -59.532 | 90.249 | 30.717 | 234% |
| jun-2019 | -66.167 | 70.719 | 4.552 | -89% | jun-2022 | -58.467 | 96.513 | 38.045 | 24% |
| jul-2019 | 6.230 | -31.786 | -25.556 | -661% | jul-2022 | 82.896 | -84.111 | -1.215 | -103% |
| ago-2019 | -37.478 | 36.074 | -1.404 | 95% | ago-2022 | 56.052 | -26.437 | 29.615 | 2537% |
| set-2019 | -58.579 | 128.204 | 69.626 | 5059% | set-2022 | 73.626 | -42.953 | 30.673 | 4% |
| out-2019 | 49.542 | 2.272 | 51.814 | -26% | out-2022 | 13.294 | 2.343 | 15.637 | -49% |
| nov-2019 | -39.615 | 48.210 | 8.595 | -83% | nov-2022 | -32.423 | 112.815 | 80.392 | 414% |
| dez-2019 | -15.624 | 143.192 | 127.568 | 1384% | dez-2022 | -22.231 | 161.765 | 139.534 | 74% |
| jan-2020 | 55.640 | -60.868 | -5.229 | -104% | jan-2023 | 211.751 | -212.564 | -812 | -101% |
| fev-2020 | -19.912 | 2.142 | -17.770 | -240% | fev-2023 | -34.279 | 6.714 | -27.564 | -3295% |
| mar-2020 | 124.900 | -177.800 | -52.901 | -198% | mar-2023 | 26.646 | 3.242 | 29.888 | 208% |
| abr-2020 | 85.493 | -98.326 | -12.833 | 76% | abr-2023 | -80.302 | 91.629 | 11.326 | -62% |
| mai-2020 | -69.955 | -19.489 | -89.444 | -597% | mai-2023 | 78.188 | -110.105 | -31.917 | -382% |
| jun-2020 | -98.199 | -72.448 | -170.647 | -91% | jun-2023 | -143.042 | 155.011 | 11.969 | 138% |
| jul-2020 | 56.750 | -110.839 | -54.090 | 68% | jul-2023 | 99.859 | -136.515 | -36.656 | -406% |
| ago-2020 | -32.819 | -97.139 | -129.958 | -140% | ago-2023 | -56.131 | 56.442 | 311 | 101% |
| set-2020 | -80.451 | -19.919 | -100.371 | 23% | set-2023 | 242.879 | -223.411 | 19.468 | 6160% |

⁸ O BCB atualmente segue uma linha de pensamento econômico dos novos-keynesianos, que julgam necessário esse tipo de operação para o controle da taxa básica de juros com o intuito de manter a inflação dentro da sua meta estabelecida.

| | | | | | | | | | |
|-----------------|----------|----------|---------|--------|-----------------|----------|----------|---------|-------|
| out-2020 | -71.371 | 81.287 | 9.916 | 110% | out-2023 | -43.119 | 24.712 | -18.407 | -195% |
| nov-2020 | -136.096 | 148.895 | 12.799 | 29% | nov-2023 | -101.314 | 105.145 | 3.831 | 121% |
| dez-2020 | -179.441 | 159.931 | -19.510 | -252% | dez-2023 | -127.403 | 109.380 | -18.023 | -570% |
| jan-2021 | -25.042 | 6.306 | -18.735 | 4% | jan-2024 | 145.475 | -193.267 | -47.792 | -165% |
| fev-2021 | -106.009 | 75.797 | -30.211 | -61% | fev-2024 | -85.505 | 65.965 | -19.540 | 59% |
| mar-2021 | 3.101 | 72.355 | 75.456 | 350% | mar-2024 | 18.165 | 12.189 | 30.354 | 255% |
| abr-2021 | 161.434 | -110.263 | 51.171 | -32% | abr-2024 | -9.301 | 16.438 | 7.137 | -76% |
| mai-2021 | -57.070 | 44.405 | -12.665 | -125% | mai-2024 | -130.547 | 125.070 | -5.478 | -177% |
| jun-2021 | -130.784 | 119.456 | -11.328 | 11% | jun-2024 | -57.353 | 10.928 | -46.425 | -747% |
| jul-2021 | -7.268 | -2.478 | -9.746 | 14% | jul-2024 | -5.013 | -54.029 | -59.042 | -27% |
| ago-2021 | -38.545 | 35.893 | -2.651 | 73% | ago-2024 | 183.727 | -167.830 | 15.897 | 127% |
| set-2021 | 93.439 | -112.148 | -18.709 | -606% | set-2024 | 125.448 | -111.515 | 13.934 | -12% |
| out-2021 | 122.936 | -123.051 | -115 | 99% | out-2024 | -36.796 | 48.854 | 12.058 | -13% |
| nov-2021 | -75.991 | 159.955 | 83.963 | 73111% | nov-2024 | -52.429 | 98.661 | 46.232 | 283% |
| dez-2021 | -61.753 | 137.755 | 76.002 | -9% | dez-2024 | -30.737 | 242.107 | 211.370 | 357% |

*Inclui as operações compromissadas efetuadas no extramercado.

Fonte: Elaboração própria *apud* Banco Central do Brasil.

Um caso interessante para ser analisado na Tabela 3 é sobre a variação de operações de TPF de outubro de 2021 para novembro de 2021, que variou positivamente 73111%, representando uma forte ação expansionista em relação ao mês anterior. Essa ação do BCB pode ser considerada como um reflexo exatamente da atividade do mês de outubro, que representa uma margem líquida das operações totais quase próxima a 0 (-115), observada também em jan/fev de 2023; ago/set de 2023, com uma variação de -3295% e 6160% respectivamente. Logo, o BCB é o responsável por corrigir essas distorções momentâneas nas negociações de TPF, para que se possa ter o controle da taxa Selic em relação a sua meta, e consequentemente direcione a inflação para a meta estabelecida pelo CMN, caso contrário haveria um descontrole notável nas operações, o que poderia desestabilizar a economia, segundo a lógica da teoria ortodoxa.

Diante do exposto, observa-se que o BCB é o principal condutor da PM no país, tendo como objetivo central garantir a estabilidade de preços e controlar a liquidez da economia. Para isso, utiliza os instrumentos descritos no Quadro 7, cuja atuação é essencial tanto para a previsibilidade da política econômica quanto para o bom funcionamento do SFN. Compreender o funcionamento do mercado monetário, portanto, é fundamental para analisar

as alternativas disponíveis e os impactos de suas aplicações sobre a economia brasileira. Ainda que essas PM estejam consolidadas em boa parte do mundo, o que as distingue entre as diferentes escolas de pensamento econômico é o modo como são empregadas — ora com ênfase em posturas mais contracionistas, ora em medidas expansionistas.

Embora este estudo não se proponha a discutir essas abordagens em profundidade, recomenda-se, para investigações futuras, o exame das contribuições das escolas novo-keynesiana (que faz parte da conjuntura atual da maior parte dos BC, inclusive do BCB) e monetarista, que contrastam com a perspectiva pós-keynesiana adotada como referência neste trabalho (Tópico 3.5) e que possuem outras opções para a interpretação do controle inflacionário. Ressalta-se, por fim, que o foco aqui não recai exclusivamente sobre o mercado monetário, mas sim sobre seus efeitos nos mercados de crédito e de capitais, que serão abordados nos próximos tópicos.

5.2. MERCADO DE CRÉDITO

O mercado de crédito constitui o espaço no qual se dá a intermediação financeira entre agentes superavitários — que dispõem de recursos — e agentes deficitários — que necessitam de financiamento. Essa intermediação ocorre por meio de diversos instrumentos, como empréstimos, financiamentos e outros produtos financeiros voltados tanto para pessoas físicas quanto jurídicas, com o objetivo de viabilizar consumo, investimento e capital de giro. Dada sua função estratégica na alocação de recursos na economia, esse mercado é diretamente influenciado pelos instrumentos de política monetária adotados pelo BCB, especialmente no que se refere ao controle da liquidez e da taxa de juros.

No Brasil, o BCB separa o mercado de crédito em dois segmentos: as concessões de crédito livre e direcionado. O crédito livre está relacionado com as operações que as IF têm autonomia para definir as condições contratuais — como taxas de juros, prazos e garantias — sem a obrigatoriedade de vinculação a políticas públicas. O Quadro 8 apresenta os principais produtos desse segmento, juntamente com suas características específicas, enquanto os Gráficos 1 e 2 ilustram a evolução do volume de algumas dessas operações específicas no período de 2011 a 2024 para pessoas físicas e jurídicas respectivamente.

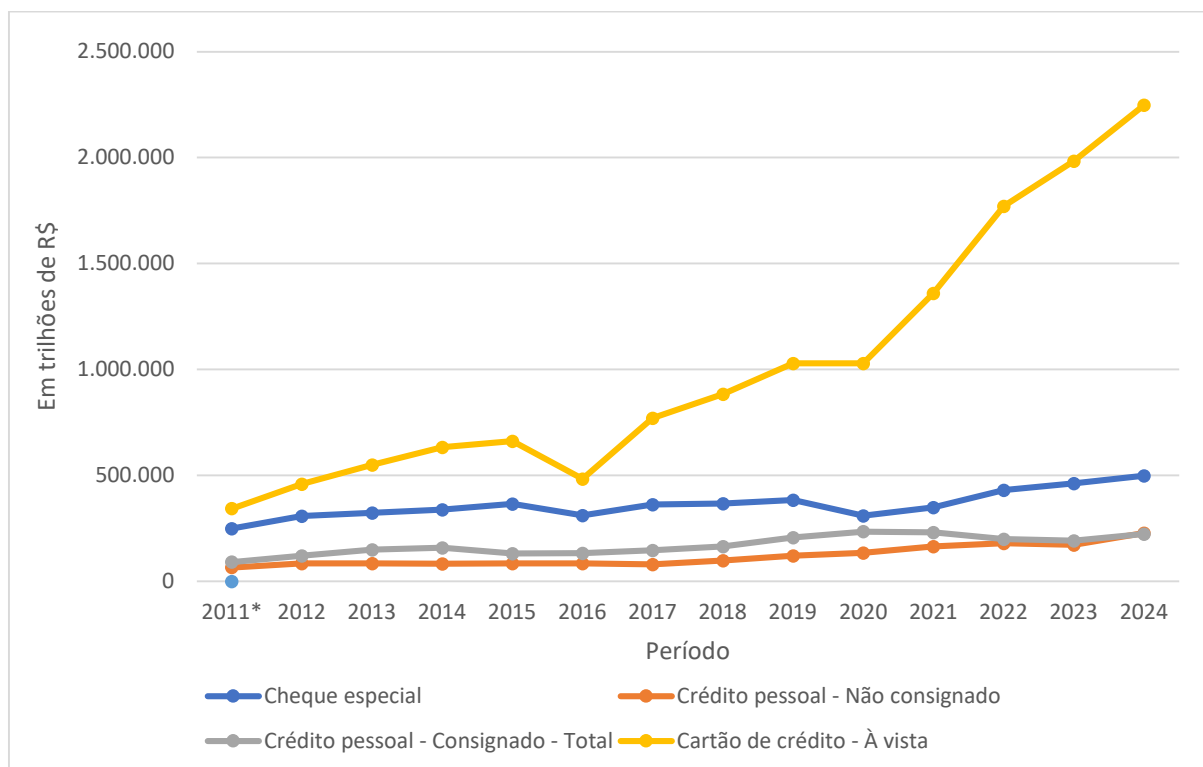
Quadro 8 – Principais produtos de crédito livre para Pessoa Física (PF) e Pessoa Jurídica (PJ).

| MODALIDADE DE CRÉDITO LIVRE | DESCRIÇÃO |
|---|--|
| Adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC) | Antecipação parcial ou total de recursos vinculados a contratos de exportação, com o objetivo de financiar a produção das mercadorias a serem exportadas. Inclui as operações de adiantamentos de cambiais entregues (ACE). |
| Antecipação de faturas de cartão de crédito | Adiantamento de recursos a pessoas jurídicas com base em fluxo de caixa futuro vinculado a direitos creditórios sob a forma de faturas de cartão de crédito. |
| Aquisição de bens (veículos / outros bens) | Financiamentos para compra de bens (veículos / outros bens) destinados à manutenção ou ao aumento da capacidade produtiva das pessoas jurídicas contratantes, configurando-se como investimento, ou ao consumo das pessoas físicas contratantes. No caso de veículos, o contrato deve conter cláusula de alienação fiduciária, com o bem financiado constituindo a garantia da operação. Os financiamentos de veículos destinados à formação de estoques comerciais não são classificados nesta modalidade. |
| Cartão de crédito – compras à vista | Corresponde às compras à vista realizadas no cartão de crédito, e às compras parceladas pelos lojistas (afiliados), em que não há incidência de juros. |
| Cartão de crédito – parcelado | Compreende o parcelamento de compras realizadas com cartão de crédito ou dos valores referentes à fatura do cartão, mediante a cobrança de juros. Inclui as operações de saques em dinheiro com pagamentos parcelados com o uso do cartão na função crédito. |
| Cheque especial | Crédito rotativo vinculado à conta corrente, em que determinado limite de recursos é disponibilizado para utilização pelo cliente em situações não programadas e de curto prazo, por meio de saques, cheques, pagamentos ou transferências bancárias. As operações classificadas nessa modalidade devem ter como característica a amortização automática do saldo devedor quando ocorrer depósitos na conta corrente do tomador do crédito. As operações de adiantamento à depositante ou a lojistas, que configuram a utilização em excesso ao limite de crédito estabelecido em contrato, são consideradas nessa modalidade. |
| Comprar | Operações de crédito a pessoas jurídicas voltadas para o financiamento de suas compras (produtos e serviços), caracterizada pelo fato de que o desembolso inicial ocorre com o pagamento à vista das compras, pela instituição financeira, diretamente ao fornecedor. Estão inclusas nessa modalidade as operações de <i>Floor Plan</i> , destinadas ao financiamento dos estoques das revendedoras de veículos. |
| Vendor | Operações de financiamento de vendas baseadas no princípio da cessão de crédito, que permite à empresa tomadora do empréstimo (fornecedor/vendedor) vender seus produtos a prazo e receber o pagamento à vista da instituição financeira. A empresa compradora assume o compromisso de efetuar o pagamento a prazo, destinado a liquidar a operação junto à instituição financeira. Em geral, a instituição financeira ficará com os direitos creditórios da empresa vendedora, à qual caberá o risco da operação. |
| Conta garantida | Crédito rotativo vinculado à conta bancária de pessoas jurídicas, em que determinado limite de recursos é disponibilizado para utilização pelo cliente, por meio da movimentação da conta corrente e/ou solicitação formal à instituição financeira, a qual pode, eventualmente, solicitar a vinculação de garantias de recebíveis, ou outras garantias, ao limite do cliente. As operações de adiantamento a lojistas, que configuram a utilização em excesso ao limite de crédito estabelecido em contrato, são consideradas nessa modalidade. |
| Crédito pessoal consignado para aposentados e pensionistas do INSS | Operações de crédito a aposentados e pensionistas do Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), com retenção de parte do benefício do contratante pelo INSS para o pagamento das parcelas do empréstimo – desconto em folha de pagamento. |
| Crédito pessoal consignado para trabalhadores do setor privado | Crédito destinado a empregados do setor privado, com retenção de parte do salário do contratante pelo empregador para o pagamento das parcelas do empréstimo – desconto em folha de pagamento. |
| Crédito pessoal | Crédito destinado a servidores públicos federais, estaduais e municipais, ativos ou |

| | |
|---|---|
| consignado para trabalhadores do setor público | inativos, com retenção, por parte do órgão público ao qual o servidor está vinculado, de parte do salário ou rendimento de aposentadoria para o pagamento das parcelas do empréstimo – desconto em folha de pagamento. |
| Crédito pessoal não consignado | Linha de crédito às pessoas físicas sem vinculação com aquisição de bem ou serviço, e sem retenção de parte do salário ou benefício do contratante para o pagamento das parcelas do empréstimo (desconto em folha de pagamento). |
| Desconto de duplicatas | Adiantamento de recursos a pessoas jurídicas com base em fluxo de caixa futuro vinculado a duplicatas mercantis e a outros tipos de recebíveis, exceto cheques e faturas de cartão de crédito. |
| Desconto de cheques | Adiantamento de recursos a pessoas jurídicas com base em fluxo de caixa futuro vinculado a cheques custodiados. |
| Capital de giro | Crédito destinado a financiar as atividades operacionais das empresas, vinculada a um contrato específico que estabeleça prazos, taxas e garantias. |
| Financiamento à importação | Financiamentos destinados à compra de bens ou serviços no exterior, vinculados a linhas de crédito externas. |
| Financiamento à exportação | Financiamentos para a venda de bens e serviços ao exterior e que não ACC e ACE. Inclui <i>export notes</i> e operações com Cédulas de Crédito à Exportação (CCE) e Notas de Crédito à Exportação (NCE). |
| Outros créditos livres | Referem-se às operações de crédito com recursos livres que não foram enquadradas nas modalidades anteriores, a exemplo de operações de desconto de notas promissórias, arrendamento mercantil operacional e renegociação de dívidas no segmento de pessoas jurídicas e as operações de penhor no segmento de pessoas físicas. |

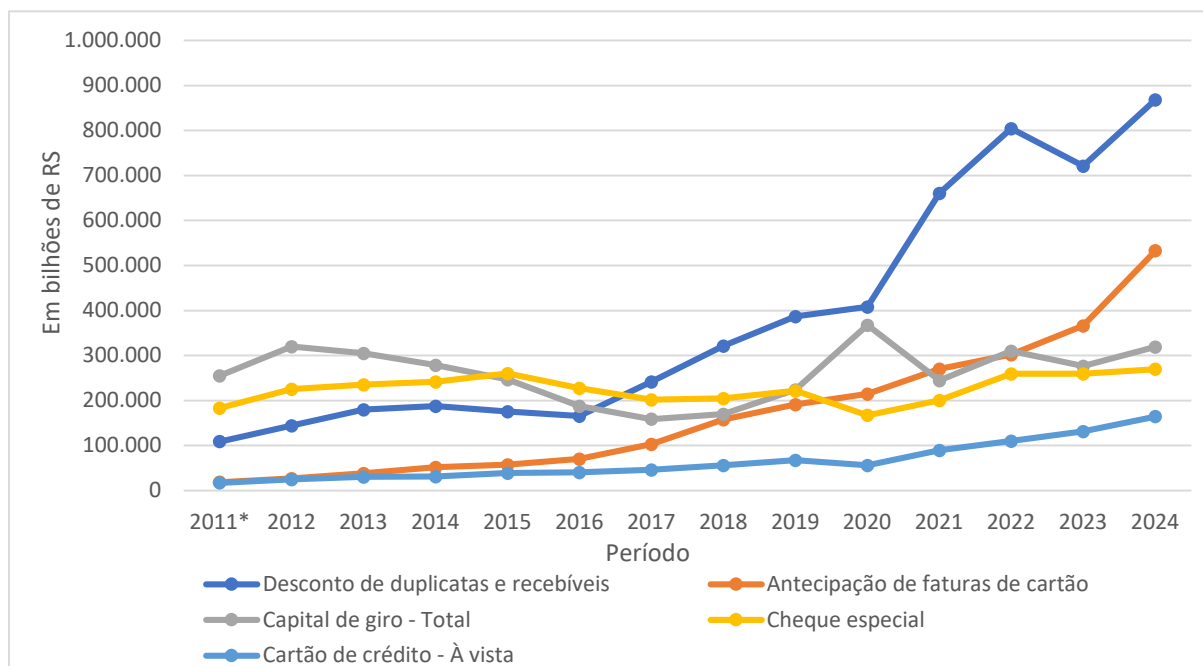
Fonte: Elaboração própria apud BCB.

Gráfico 1 – Concessão de crédito com recursos livres por modalidade para Pessoa Física.



*Os dados de 2011 começam a partir de março

Fonte: Elaboração própria apud BCB

Gráfico 2 – Concessão de crédito com recursos livres por modalidade para Pessoa Jurídica

*Os dados de 2011 começam a partir de março

Fonte: Elaboração própria apud BCB

Os dados permitem identificar transformações relevantes nas preferências de financiamento, no comportamento das instituições financeiras e nas estratégias de crédito adotadas pelas famílias e empresas brasileiras. No caso das Pessoas Físicas, o crédito com recursos livres (Gráfico 1) evidencia uma tendência clara de crescimento acentuado do cartão de crédito à vista, que se consolida como o principal instrumento de financiamento das famílias. A partir de 2017, observa-se uma aceleração significativa dessa modalidade, atingindo mais de R\$ 2,5 trilhões em 2024, superando com ampla margem as demais formas de crédito, como o crédito pessoal (consignado e não consignado) e o cheque especial. Este movimento reflete, por um lado, a ampliação do acesso ao crédito pelas famílias e, por outro, um possível aumento da vulnerabilidade financeira, dado o uso intensivo de modalidades com taxas de juros elevadas e maior risco de inadimplência.

Já em relação às Pessoas Jurídicas, os dados do crédito com recursos livres (Gráfico 2) demonstram uma mudança estrutural importante. O destaque vai para o desconto de duplicatas e recebíveis, que se torna a modalidade de maior volume a partir de 2017, crescendo de maneira consistente até 2024, quando ultrapassa R\$ 900 bilhões. Esse crescimento reflete uma crescente dependência das empresas em utilizar fluxos de caixa futuros como garantia de crédito, uma característica típica de sistemas financeiros que

priorizam a monetização dos ativos operacionais das empresas. A antecipação de faturas de cartão também apresenta expansão expressiva no período recente, consolidando-se como a segunda modalidade mais relevante. Em contrapartida, o capital de giro tradicional apresenta tendência de queda ao longo do período, indicando uma substituição parcial do crédito bancário tradicional por operações lastreadas em recebíveis. As modalidades de cheque especial e cartão de crédito à vista crescem em menor ritmo, mantendo participação relativamente modesta no crédito para empresas.

Logo, a análise dos Gráficos 1 e 2 evidencia que o mercado de crédito brasileiro, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas, tem experimentado uma mudança estrutural significativa, marcada pelo crescimento expressivo de modalidades de crédito com recursos livres. No caso das pessoas físicas, o cartão de crédito à vista destaca-se como o principal motor desse crescimento, enquanto para as pessoas jurídicas, o desconto de duplicatas e recebíveis assume papel central, refletindo a crescente dependência de fluxos de caixa como lastro para a concessão de crédito. Essas tendências podem indicar um movimento de financeirização do consumo e da operação empresarial, com potenciais impactos sobre o endividamento das famílias e a sustentabilidade financeira das empresas, além de levantar preocupações sobre o papel das instituições financeiras na ampliação do acesso ao crédito de forma inclusiva e a custos sustentáveis.

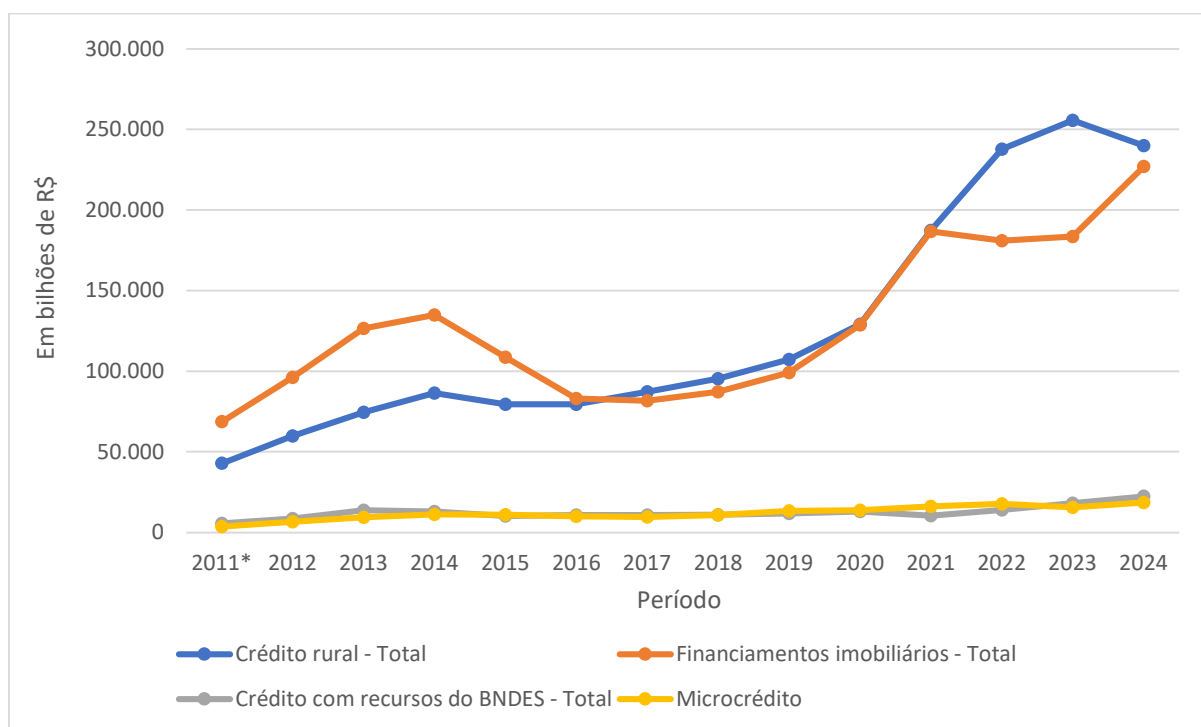
Por outro lado, o crédito direcionado compreende as operações cujos recursos têm destinação obrigatória via políticas públicas em setores estratégicos, como o rural, habitação, saúde. Esses financiamentos, em sua maior parte, utilizam recursos advindos, por exemplo, do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Esses produtos estão descritos no Quadro 9, e sua trajetória durante o período de 2011-2024 é representada no Gráfico 3.

Quadro 9 – Principais produtos de crédito direcionado para Pessoa Física (PF) e Pessoa Jurídica (PJ).

| MODALIDADE DE CRÉDITO LIVRE | DESCRIÇÃO |
|---|--|
| Crédito rural com taxas regulada | Operações realizadas em consonância com as diretrizes do direcionamento definidas pelo CMN (estabelece, entre outros parâmetros, o volume de financiamento e a taxa máxima de juros para cada produto), consolidadas no Manual de Crédito Rural (MCR), destinadas a produtores rurais pessoas físicas e jurídicas. Estão incluídas nessa modalidade as operações de crédito rural relacionadas com fundo constitucional. |
| Crédito rural com taxas de mercado | Operações realizadas em consonância com as diretrizes do direcionamento definidas pelo CMN, consolidadas no Manual de Crédito Rural (MCR), mas pactuadas com taxas de mercado, destinadas a produtores rurais pessoas físicas e jurídicas. Estão incluídas nessa modalidade as operações de crédito rural relacionadas com fundo constitucional. |
| Financiamento imobiliário com taxas reguladas | Compreendem as operações de financiamento habitacional relacionadas com a exigibilidade de direcionamento a que se refere o art. 1º, inciso I, alínea “a” do regulamento anexo à Resolução nº 3.932, de 2010, assim como as relacionadas com recursos de origem orçamentária ou de fundos e/ou programas governamentais. |
| Financiamento imobiliário com taxas de mercado | Compreendem as operações de financiamento imobiliário relacionadas com a exigibilidade de direcionamento a que se refere o art. 1º, inciso I, alínea “b” do regulamento anexo à Resolução nº 3.932, de 2010, assim como as operações relacionadas com outras fontes de recursos captados em mercado |
| Capital de giro com recursos do BNDES | Operações de capital de giro e de financiamentos a exportações vinculadas a recursos do BNDES. |
| Financiamento de investimentos com recursos do BNDES | Financiamentos de investimentos vinculados a recursos do BNDES. |
| Financiamento agroindustrial com recursos do BNDES | Financiamentos agroindustriais vinculados a recursos do BNDES |
| Microcrédito – consumo | Operações de microcrédito destinadas ao consumo contratadas com recursos lastreados em depósitos a vista, nos termos definidos pela Resolução nº 3.422, de 30 de novembro de 2006. |
| Microcrédito – microempreendedor | Refere-se às operações de microcrédito destinadas a microempreendedores contratadas com recursos lastreados em depósitos a vista, nos termos definidos pela Resolução nº 3.422, de 2006. As operações de microcrédito para pessoas jurídicas, nos termos dos incisos II e IV, do art.2º dessa Resolução estão incluídas nessa modalidade. |
| Microcrédito – consignado | Refere-se às operações de microcrédito com retenção de parte do salário do contratante para o pagamento das parcelas do empréstimo (desconto em folha de pagamento) contratadas com recursos referenciados em depósitos a vista, nos termos definidos pela Resolução nº 3.422, de 2006. |
| Outros créditos direcionados | Referem-se às operações de crédito direcionado que não se enquadrem nas modalidades listadas anteriormente |

Fonte: Elaboração própria apud BCB

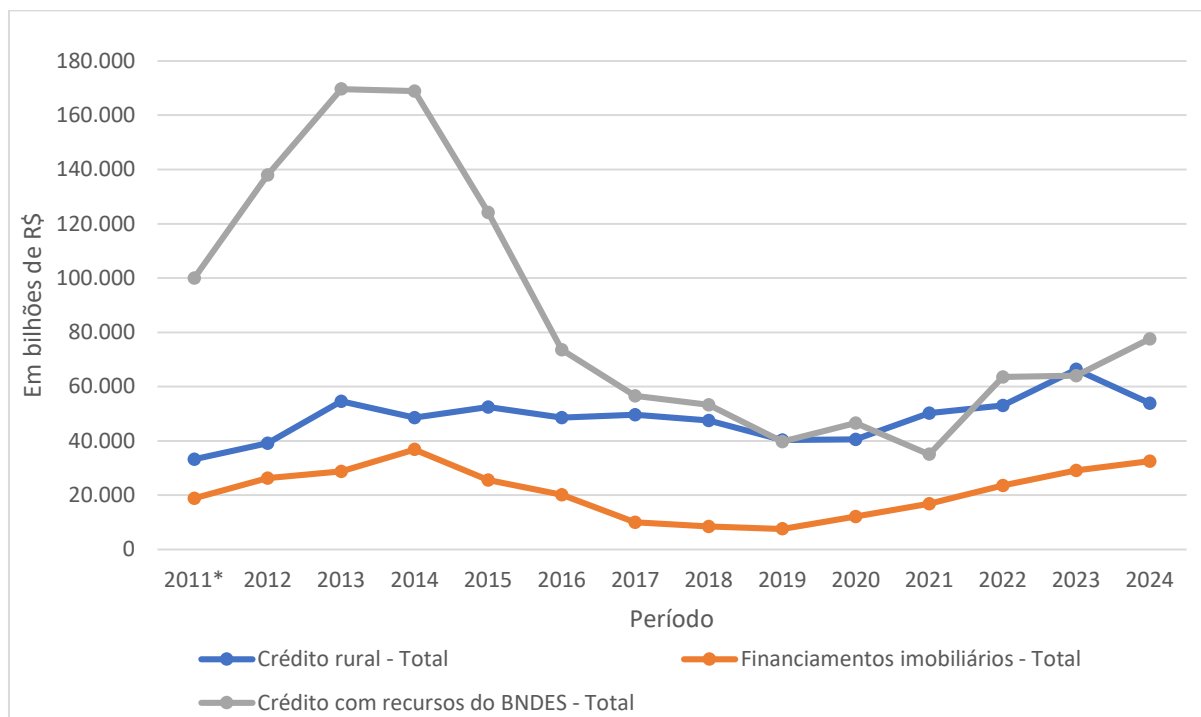
Gráfico 3 – Concessão de crédito com recursos direcionados por modalidade para Pessoa Física.



*Os dados de 2011 começam a partir de março

Fonte: Elaboração própria apud BCB

Gráfico 4 – Concessão de crédito com recursos direcionados por modalidade para Pessoa Jurídica.



*Os dados de 2011 começam a partir de março

Fonte: Elaboração própria apud BCB

Os dados de crédito com recursos direcionados para PF (Gráfico 3), mostra que as principais modalidades são o crédito rural e os financiamentos imobiliários, apresentando uma evolução consistente ao longo do período. Após relativa estabilidade entre 2015 e 2019, ambos os segmentos retomam o crescimento de maneira expressiva a partir de 2020, alcançando patamares superiores a R\$ 200 bilhões em 2022, 2023 e 2024. Esse movimento pode ser interpretado como reflexo das políticas de crédito habitacional, de estímulo à produção agrícola e de suporte ao consumo em meio à crise econômica provocada pela pandemia de COVID-19. Em contraste, o microcrédito mantém participação marginal no crédito direcionado à PF, destacando uma limitação do sistema financeiro brasileiro em prover crédito para os estratos de baixa renda, e o crédito com recursos do BNDES apresenta estabilidade, com valores inferiores em relação às demais modalidades.

Já em relação ao crédito com recursos direcionados para PJ (Gráfico 4), observa-se um comportamento distinto. O crédito com recursos do BNDES foi historicamente a principal modalidade até meados de 2014, atingindo o pico em torno de R\$ 180 bilhões, mas sofre retração acentuada a partir de 2015, refletindo a mudança na política de crédito subsidiado do

governo federal afetado pela crise política e econômica do país em 2015. Esse declínio marca uma redução no papel do BNDES como financiador direto do setor produtivo. Essa redução também é notada no financiamento imobiliário, a partir do mesmo período e causa, já que durante a crise de 2015 uma das maiores áreas afetadas foi o da construção civil⁹. A retomada neste tipo de financiamento começa a partir de 2020, com os estímulos do governo durante a Pandemia de COVID-19. Já o crédito rural tem poucas oscilações, ficando entre 40 e 60 bilhões de reais. O resultado é uma mudança na composição do crédito para PJ, com menor peso de recursos direcionados e maior dependência de instrumentos de crédito livre.

Dessa forma, a análise dos Gráficos 3 e 4 evidencia que o crédito com recursos direcionados desempenha um papel fundamental em setores específicos, como o crédito rural e os financiamentos imobiliários, especialmente para pessoas físicas. Por outro lado, o crédito com recursos direcionados para pessoas jurídicas, particularmente o crédito do BNDES, apresentou forte retração a partir de 2015, refletindo mudanças no cenário político e econômico no país. Mas, o que os dados evidenciam é que o crescimento expressivo dessas modalidades a partir de 2020 demonstra a importância das políticas públicas de estímulo à produção agrícola e ao crédito habitacional no Brasil.

5.3. A RELAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA COM O MERCADO DE CRÉDITO

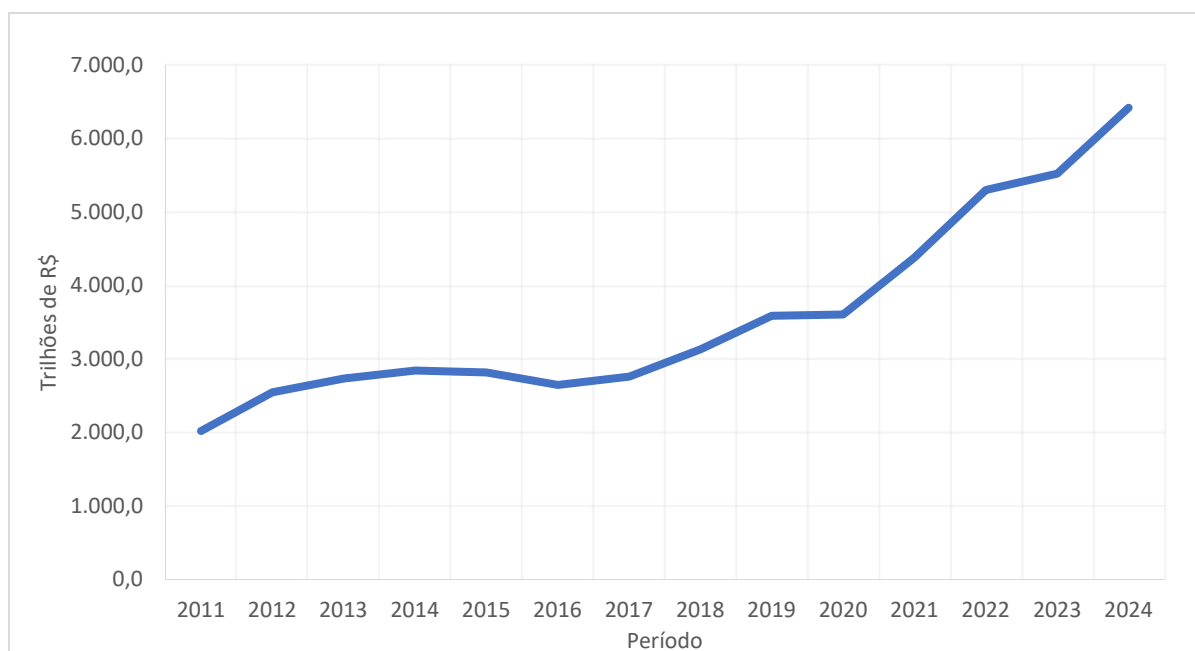
Ao analisarmos o mercado de crédito, é imprescindível considerar os efeitos da PM, uma vez que, conforme mencionado anteriormente, alterações no custo e na disponibilidade da moeda impactam diretamente a dinâmica do crédito. O BCB, ao modificar a liquidez da economia — principalmente por meio do ajuste da taxa básica de juros (Selic) — influencia as taxas praticadas pelas instituições financeiras. Como consequência, a demanda por empréstimos e financiamentos, tanto por parte das famílias quanto das empresas, tende a ser sensivelmente afetada. Quando o BCB eleva a meta da taxa Selic, as instituições financeiras aumentam suas taxas de juros, como demonstrado nos Gráficos 6 e 7, o que resulta, em geral, na retração da demanda por crédito. O inverso também se aplica: com a redução da Selic, as taxas praticadas tendem a diminuir, estimulando o consumo e os investimentos via aumento da procura por

⁹ Essa crise no setor imobiliário, a partir de 2015, teve como uma das grandes causas a Operação Lava Jato, que ganhou notoriedade nacional por desvendar crimes de corrupção. Uma das empresas mais afetadas foi a Odebrecht, considerada, na época, entre as maiores empresas do mundo do ramo da engenharia e construção civil. Logo, com sua perda de reputação, a construção civil no país entra numa grave crise.

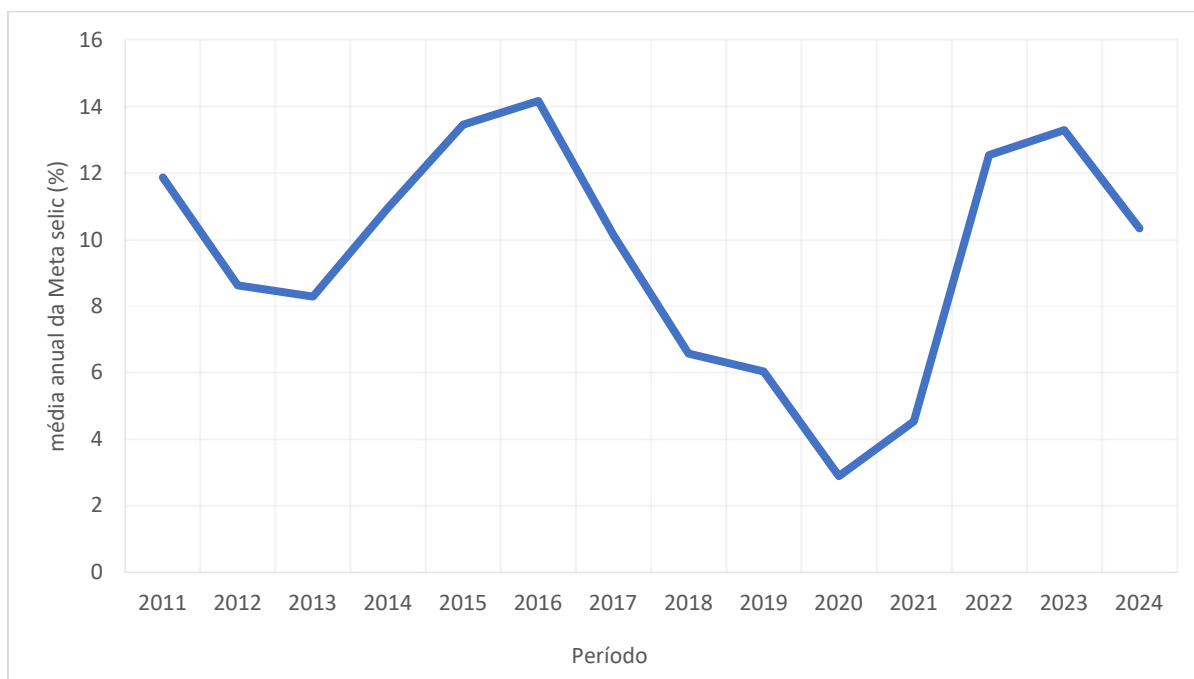
financiamentos. Dessa forma, evidencia-se a relação inversamente proporcional entre a taxa de juros e a demanda por crédito no sistema financeiro.

No entanto, conforme mostrado nos Gráficos 5 e 6, a relação inversamente proporcional entre a taxa básica de juros e as concessões de crédito, não se manifesta de forma tão evidente no período pós-pandemia, quando comparada ao comportamento observado no período anterior à crise sanitária. Destaca-se, por exemplo, que o volume de concessões de crédito livre apresentou um crescimento expressivo, com variação próxima a R\$ 1 trilhão entre 2020 e 2021, e um aumento de magnitude semelhante entre 2021 e 2022. Esse movimento ocorreu apesar da elevação da meta da taxa Selic e do consequente aumento das taxas de juros praticadas no mercado de crédito livre no intervalo de 2021 a 2023 (conforme ilustrado no Gráfico 3). Logo, tal dinâmica sugere a presença de outros fatores estruturais que impulsionaram o crédito no período, mesmo diante de uma política monetária mais restritiva, como evidenciam os Gráficos 1, 2, 3 (todos com um forte aumento de concessão de crédito a partir de 2020).

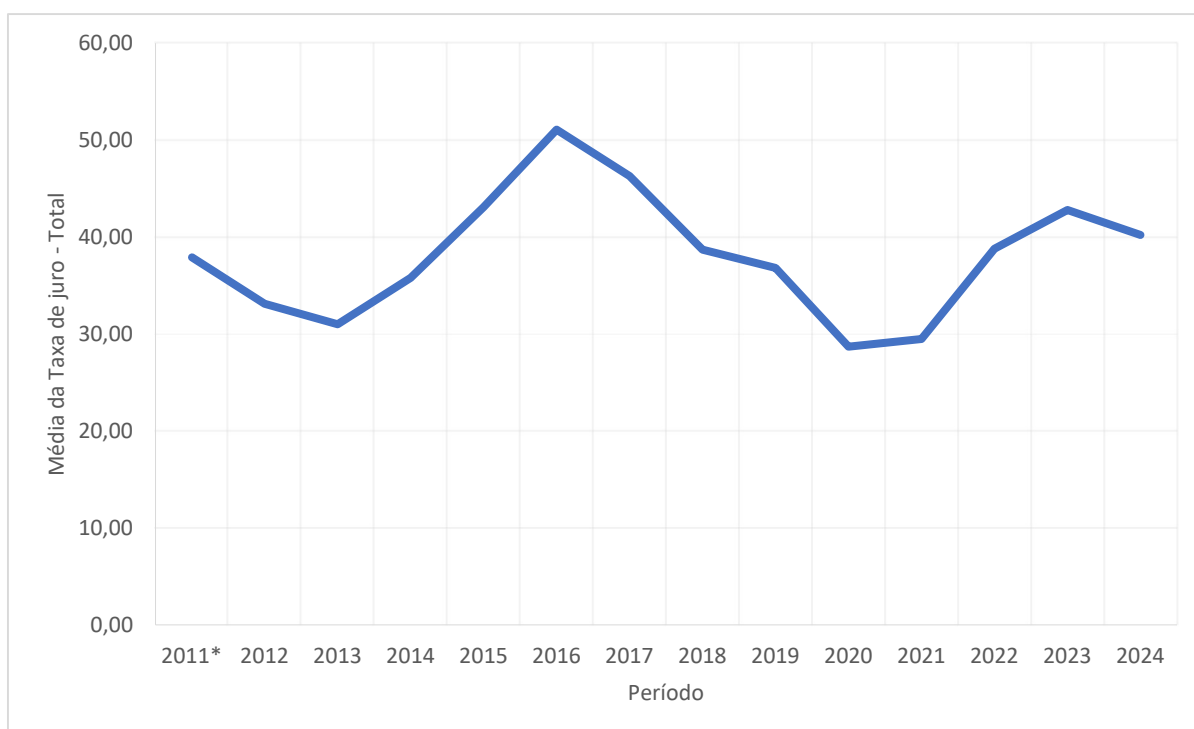
Gráfico 5 – Evolução anual das concessões de recursos livres no Brasil para pessoas jurídicas e pessoas físicas (2011-2024)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB.

Gráfico 6: Média anual da meta da taxa Selic (2011-2024)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB.

Gráfico 7: Média anual das taxas de juros total livremente pactuadas e praticadas pelo mercado (2011-2024).

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB.

Dessa forma, embora seja possível atribuir o expressivo crescimento das concessões de crédito livres, a partir de 2021, a uma multiplicidade de fatores, este trabalho propõe-se a enfatizar o papel das inovações financeiras como um dos principais instrumentos para a viabilidade desse fenômeno. Tal escolha justifica-se pelas significativas transformações observadas na estrutura do mercado financeiro nos últimos anos, em especial no que se refere ao processo de digitalização das instituições bancárias, o qual ampliou de maneira substancial o acesso da população ao sistema financeiro formal e, por conseguinte, ao mercado de crédito e de capitais. Nesse sentido, será abordado o papel das fintechs de crédito, cujas inovações tecnológicas vêm promovendo mudanças estruturais no setor e têm sido, em grande medida, assimiladas pelas IF consolidadas. Contudo, antes de explorar essa temática, faz-se necessário apresentar uma breve análise da infraestrutura do mercado de capitais e de seus principais produtos no Brasil.

5.4. MERCADO DE CAPITAIS

Diferentemente do mercado de crédito, no qual as IF captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam para os agentes deficitários, assumindo os riscos da operação, no mercado de capitais: “os agentes poupadores emprestam seus recursos diretamente aos agentes tomadores de recursos. É o caso, por exemplo, dos investidores que comprem ações ou debêntures de uma companhia aberta em uma oferta pública”. No entanto, neste mercado, as IF atuam como prestadoras de serviços, ou seja, elas fornecem a estrutura necessária para que as operações possam ocorrer de acordo com a legislação, no caso do Brasil, de acordo com o CMN e CVM. (GOV, 2022).

No mercado de capitais, os poupadores (os investidores) emprestam seus recursos diretamente para as empresas (os tomadores) que adquirem títulos, com condições estabelecidas, e esses títulos são chamados de valores mobiliários. Esses títulos podem ser de dívida, onde se estabelece uma relação de crédito entre as partes tomadora e poupadora, como é o caso das debêntures. Ou podem ser títulos patrimoniais, ou de capital, em que os investidores se tornam sócios do negócio, com direitos e deveres, como é o caso das ações. [...]. Portanto, pode-se conceituar o mercado de capitais como o segmento do mercado financeiro em que são estabelecidas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, por meio da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos (GOV, 2022).

Conforme a visão oficial apresentada por órgãos estatais, o mercado de capitais é frequentemente destacado como instrumento de estímulo à poupança e ao investimento produtivo, ao permitir que empresas e governos captem recursos junto aos poupadores para

financiar seus projetos de expansão e inovação (GOV, 2025). No entanto, essa perspectiva parte da premissa de que a poupança precede o investimento, o que contrasta com a abordagem pós-keynesiana adotada neste trabalho.

Sob a ótica pós-keynesiana, o investimento é visto como o elemento dinâmico do processo econômico, sendo financiado principalmente por meio da criação de moeda e crédito, e não pela poupança prévia. Como destaca Keynes (1936), é o investimento que gera a poupança e não o contrário. Portanto, embora o mercado de capitais possa cumprir papel relevante na diversificação das formas de financiamento, sua eficácia e função devem ser analisadas à luz da lógica da demanda efetiva e das condições institucionais de criação de liquidez, e não de um suposto equilíbrio natural entre poupança e investimento.

Mas em relação à sua estrutura, o mercado de capitais possui duas divisões: o mercado primário e o mercado secundário. O primário é o local onde os ativos financeiros são vendidos pela primeira vez, isto é, é a negociação direta entre a companhia e o investidor. Já o secundário funciona quando os investidores já possuem os valores mobiliários emitidos pelas empresas e querem negociá-los com outros investidores. Neste tipo de mercado ocorre apenas uma transferência de propriedade e de recursos entre os investidores, oferecendo, portanto, liquidez aos títulos que são emitidos através do mercado primário (GOV, 2022).

No Brasil a maior empresa privada do mercado de capitais é a B3, sendo peça fundamental na infraestrutura de mercado financeiro do país e do mundo, com atuação em ambiente de bolsa de valores e balcão organizado. Suas atividades incluem a “criação e administração de sistemas de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro para todas as principais classes de ativos, desde ações e títulos de renda fixa corporativa até derivativos de moedas, operações estruturadas e taxas de juro e de commodities”. Além disso, ela opera como contraparte central garantidora na maioria de suas operações, isto é, a B3 assume o risco de inadimplência, garantindo que as transações sejam cumpridas. Por isso ela atualmente é considerada um dos ambientes mais seguros de negociação do mercado de capitais brasileiro, além de seguir todas as recomendações da CVM (B3, 2025).

Já por parte do governo, existe a plataforma do Tesouro Direto (TD), lançada em 2002, que permite que as pessoas físicas adquiram títulos públicos federais diretamente do Tesouro Nacional (TN), sem a necessidade da intermediação de uma IF. Ela faz parte de um programa

do TN em parceria com a B3 de forma totalmente online. Além disso, os investimentos feitos nela são considerados os mais seguros do país, já que se trata de um programa do TN. Portanto, essa foi uma das formas encontradas pelo governo brasileiro para captar mais recursos e facilitar o acesso às pessoas sem o acesso direto às IF (TESOURO DIRETO, 2025).

Os produtos disponíveis no mercado de capitais brasileiro são amplos e diversificados, abrangendo diferentes tipos de instrumentos financeiros destinados a atender as variadas demandas de captação e investimento. Entre os produtos oferecidos pelas instituições financeiras, destacam-se os Certificados de Depósito Bancário (CDBs), os Recibos de Depósito Bancário (RDBs) e as Letras Financeiras (LFs), que são instrumentos de captação privada. No âmbito da B3, principal infraestrutura de mercado de capitais do Brasil, encontram-se diversos ativos negociados, como as ações de companhias abertas, os Fundos de Investimento (FI), os derivativos e outros instrumentos de negociação estruturada.

Além desses, o Tesouro Direto também integra o mercado de capitais, permitindo o acesso de investidores pessoa física à compra de títulos públicos federais, como Tesouro Selic, Tesouro Prefixado e Tesouro IPCA+, emitidos pelo governo para financiar a dívida pública. O Quadro 10 a seguir detalha os principais produtos encontrados nas diferentes estruturas do mercado de capitais brasileiro, organizando-os de acordo com sua natureza e características específicas.

Quadro 10 – Principais produtos negociados nas estruturas do mercado de capitais brasileiro

| PRODUTO | QUEM OFERECE | PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS | GARANTIA |
|---|--|---|--|
| Certificado de Depósito Bancário (CDB) | Bancos (BC, BM, BI, BD, CEF, SCFI) | Título de renda fixa emitido por bancos para captar recursos. Pode ter liquidez diária ou prazo definido. A remuneração pode ser prefixada, pós-fixada (geralmente atrelada ao CDI) ou híbrida (ex.: IPCA + taxa fixa). | FGC até R\$ 250 mil por CPF e instituição. |
| Recibo de Depósito Bancário (RDB) | Bancos e Cooperativas (BC, BM, BI, BD, CEF, SCFI, CC) | Semelhante ao CDB, mas com a característica de ser intransferível e não resgatável antes do vencimento. Pode ser pré ou pós-fixado. Indicado para quem busca manter o investimento até o fim. | FGC até R\$ 250 mil por CPF e instituição. |
| Letra de Câmbio (LC) | SCFI (Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento) | Título de renda fixa emitido por financeiras. Remuneração pode ser prefixada, pós-fixada ou híbrida. Prazo e liquidez variam conforme o | FGC até R\$ 250 mil por CPF e instituição. |

| | | | |
|---|------------------------------------|---|------------------------------|
| | | emissor. Geralmente oferecem rentabilidade superior aos CDBs. | |
| Letra Financeira (LF) | Bancos, BNDES, CC, CH, SCI | Investimento de longo prazo, com vencimento mínimo de 2 anos. Não permite resgate antes do vencimento. Oferece taxas de retorno mais atrativas. Indicada para investidores com perfil conservador e horizonte de longo prazo. | Não possui |
| Debêntures | Empresas S.A. | Títulos de dívida emitidos por empresas para financiamento de projetos ou capital de giro. Remuneração pode ser prefixada, pós-fixada (CDI, IPCA) ou híbrida. Prazos, garantias e risco variam conforme a empresa emissora. | Não possui |
| Notas Promissórias (NP) | Empresas (PJ ou PF) | Instrumento de dívida de curto prazo (até 360 dias), geralmente emitido por empresas que buscam financiamento rápido. Rentabilidade e condições variam de acordo com o emissor. | Não possui |
| Fundos de Renda Fixa | Bancos, Corretoras, Distribuidoras | Aplicam pelo menos 80% do patrimônio em ativos de renda fixa (títulos públicos ou privados). A rentabilidade está associada a taxas de juros ou índices de inflação. | Não possui |
| Fundos Multimercados | Bancos, Corretoras, Distribuidoras | Possuem maior liberdade para aplicar em diferentes tipos de ativos (renda fixa, ações, câmbio, derivativos). Buscam maior diversificação e retornos superiores à renda fixa tradicional. | Não possui |
| Fundos de Ações | Bancos, Corretoras, Distribuidoras | Investem no mínimo 67% do patrimônio em ações. A rentabilidade está sujeita à variação do mercado acionário. Indicado para investidores com perfil moderado a arrojado. | Não possui |
| FIDC (Fundo de Direitos Creditórios) | Bancos, Corretoras, Distribuidoras | Fundo que investe em recebíveis, como duplicatas e faturas a receber. Pode ter liquidez reduzida. Utilizado por empresas para antecipar receitas. | Não possui |
| Derivativos | Bolsa (B3), mercado de balcão | Contratos financeiros cujo valor deriva de outros ativos, como ações, moedas ou commodities. Incluem contratos futuros, opções e swaps. Usados para proteção (hedge) ou especulação. | Não possui |
| Tesouro Selic (LFT) | Governo via Tesouro Direto | Título público pós-fixado atrelado à taxa Selic. Ideal para quem busca segurança e liquidez. Rentabilidade diária, baixo risco. | Garantia do Governo Federal. |
| Tesouro Prefixado (LTN/NTN-F) | Governo via Tesouro Direto | LTN: fluxo simples (quando o investidor recebe o principal + juros apenas no vencimento do título, sem pagamentos intermediários; | Garantia do Governo Federal. |

| | | | |
|--|-------------------------------|--|---------------------------------|
| | | rentabilidade definida na compra. NTN-F: paga cupons semestrais. Ideal para quem quer previsibilidade. | |
| Tesouro IPCA+ (NTN-B e NTN-B Principal) | Governo via Tesouro Direto | Título híbrido, atrelado à inflação (IPCA) + taxa fixa. NTN-B: com pagamento de juros semestrais. NTN-B Principal: sem cupons, pagamento no vencimento. | Garantia do Governo Federal. |

Fontes: Elaboração própria com base em: GOVERNO FEDERAL (s.d.); B3 (s.d.); INFOMONEY (s.d.); IDINHEIRO (s.d.); XP INVESTIMENTOS (s.d.); TESOURO NACIONAL (s.d.).

O Quadro 10, então, apresenta de forma organizada os principais produtos disponíveis no mercado de capitais brasileiro, descrevendo resumidamente suas características, os agentes que os oferecem e os mecanismos de garantia existentes. Essa estrutura facilita a compreensão das diversas possibilidades de captação e investimento, demonstrando como os instrumentos financeiros disponíveis são variados e atendem às mais diferentes necessidades dos agentes econômicos.

Logo, diante de sua relevância para o financiamento das atividades econômicas e o fortalecimento do mercado financeiro nacional, o mercado de capitais se consolida como uma importante ferramenta de intermediação financeira no Brasil. Contudo, o cenário financeiro do país passou por transformações significativas nos últimos anos, especialmente com o surgimento e a expansão das fintechs de crédito, que vêm introduzindo inovações tecnológicas e novos modelos de negócio no sistema financeiro tradicional. Essas mudanças impactaram a dinâmica de acesso ao crédito, a competição no setor bancário e a oferta de serviços financeiros, criando novas oportunidades e desafios para os diferentes agentes econômicos. A seguir, será apresentada uma análise sobre as principais alterações no cenário financeiro brasileiro após o surgimento dessas fintechs e seu impacto no crédito e no sistema financeiro como um todo.

5.5. UMA ESTRUTURA INOVATIVA NO MERCADO DE CRÉDITO E DE CAPITAIS NO BRASIL: AS FINTECHS DE CRÉDITO

5.5.1. A regulamentação das fintechs no Brasil

As Fintechs são startups do setor financeiro, isto é, são empresas que possuem em sua base a inovação, utilizando a tecnologia como principal ferramenta para desenvolver seus serviços. Atualmente, esse termo é utilizado para empresas que possuem serviços de operações bancárias automatizadas, captação de recursos, gestão de investimentos, educação financeira, entre outros. Além disso, a popularidade e evolução dos smartphones fez com que as fintechs conseguissem expandir cada vez mais¹⁰. Com isso, essas empresas conseguem ampliar significativamente seu alcance e impacto, democratizando o acesso a serviços financeiros, ampliando a concorrência do setor financeiro e desafiando a hegemonia dos bancos tradicionais.

As fintechs são empresas que aplicam alta tecnologia em soluções voltadas para o setor financeiro. Entre tantas funcionalidades que oferecem, as mais relevantes são seu foco totalmente direcionado para a busca pela maior satisfação de seu cliente e sua agilidade em adaptar-se as demandas deste. Fintechs surgiram para aumentar a competição e cooperar, democratizando e simplificando produtos financeiros, além de acelerar e capitanear a mudança deste setor (ABFINTECHS, 2018).

No Brasil, as fintechs foram regulamentadas em abril de 2018 pelo CMN através das resoluções 4.656/2018 e 4657/2017. Elas possuem várias categorias, como: “de crédito, de pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, câmbio e multisserviços”. Em relação as fintechs de crédito, que realizam intermediação financeira, existem dois tipos: a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP)¹¹.

Atualmente a norma vigente que estabelece as SCDs e as SEPs é a resolução CMN nº5.050 de 25/11/2022, atualizada em 29/07/2024. Segundo o que pode ser obtido de acordo com a resolução, a SCD é caracterizada por realizar operações de crédito, através de plataformas digitais, com recursos próprios ou com recursos do BNDES (a partir de 2024), logo, não pode

¹⁰ Disponível em: <https://www.ibm.com/br-pt/topics/fintech>

¹¹ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>

fazer captação de recursos do público. Além de operações de crédito, elas podem realizar serviços como:

- I - Análise de crédito para terceiros;
- II - Cobrança de crédito de terceiros;
- III - Atuação, por meio de plataforma eletrônica, como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado com as operações mencionadas no caput, nos termos da regulamentação do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP);
- IV - Emissão de moeda eletrônica;
- V - Emissão de instrumento de pagamento pós-pago; e
- VI - Atuação como iniciadora de transação de pagamento (BRASIL, 2022).

Além disso, as SCDs “devem observar permanentemente o limite mínimo de capital social integralizado e de patrimônio líquido de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)”. Fica também estabelecido de acordo com o artigo 9º da resolução, que:

As sociedades de crédito direto devem selecionar potenciais clientes com base em critérios consistentes, verificáveis e transparentes, contemplando aspectos relevantes para avaliação do risco de crédito, como:

- I - Situação econômico-financeira;
- II - Grau de endividamento;
- III - Capacidade de geração de resultados ou de fluxos de caixa;
- IV - Pontualidade e atrasos nos pagamentos;
- V - Setor de atividade econômica; e
- VI - Limite de crédito (Brasil, 2022).

Já a SEP, segundo a resolução do CMN nº5.050 de 25/11/2022, realiza operações de crédito entre pessoas, ou seja, ela é apenas um instrumento com o qual os interessados vão realizar uma operação de intermediação financeira por meio de uma plataforma eletrônica. Logo, ela atua como intermediária dos contratos realizados entre os tomadores de créditos e credores. No entanto, diferentemente da SCD, a SEP pode fazer captação de recursos do público, desde que seja atribuído, exclusivamente, às operações de empréstimos. Além dessas operações, a resolução dispõe que elas podem realizar:

- I - Análise de crédito para clientes e para terceiros;
- II - Cobrança de crédito de clientes e de terceiros;
- III - Atuação, por meio de plataforma eletrônica, como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado com as operações mencionadas no caput, nos termos da regulamentação do CNSP;
- IV - Emissão de moeda eletrônica; e
- V - Atuação como iniciadora de transação de pagamento (Brasil, 2022).

Além disso, fica estabelecido, segundo a resolução, que na realização de suas operações devem ser observados os seguintes procedimentos, sucessivamente:

- I - Manifestação inequívoca de vontade dos potenciais credores e devedores, em plataforma eletrônica, de contratarem a operação de empréstimo e de financiamento;
- II - Disponibilização dos recursos à sociedade de empréstimo entre pessoas pelos credores;
- III - Emissão ou celebração, com os devedores, do instrumento representativo do crédito;
- IV - Emissão ou celebração, com os credores, de instrumento vinculado ao instrumento mencionado no inciso III; e
- V - Transferência dos recursos aos devedores pela sociedade de empréstimo entre pessoas (Brasil, 2022).

Dessa forma, tanto as Sociedades de Crédito Direto (SCDs) quanto as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEPs) representam figuras centrais no novo arranjo institucional do sistema financeiro nacional, permitindo que tecnologias inovadoras sejam incorporadas de maneira segura e regulada às operações de crédito. Logo, ao estabelecer critérios claros para atuação, capital mínimo e gestão de risco, a Resolução nº 5.050/2022 contribui para o fortalecimento da confiança nesse novo modelo de intermediação financeira digital, ao mesmo tempo em que estimula maior inclusão financeira, eficiência e diversificação na oferta de crédito.

Diante disso, segundo o BCB, as fintechs possuem diversos benefícios, como: “aumento da eficiência e concorrência no mercado de crédito; rapidez e celeridades nas transações; diminuição da burocracia no acesso ao crédito; criação de condições para redução do custo do crédito; inovação, e; acesso ao Sistema Financeiro Nacional”¹².

Esses benefícios estão presentes, pois há uma série de inovações dentro do modelo de negócio das fintechs que garantem uma prestação de serviços financeiros mais ágil, personalizada e de menor custo operacional. Além disso, por operarem de forma 100% digital, é quebrado a barreira geográfica. Logo, se uma fintech surge em um determinado estado, a depender do marketing utilizado por ela e de sua estrutura, pode alcançar boa parte do Brasil rapidamente.

Deve também ser destacado a diferença quanto algumas denominações, como a diferença entre “fintechs de crédito” e “banco digital”, que apesar de terem atividades semelhantes, são considerados distintos para o BCB. O Quadro 11 demonstra essas diferenças, observando que enquanto as fintechs de crédito possuem sua própria regulamentação, os bancos digitais seguem a resolução dos bancos convencionais.

¹² Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>

Quadro 11 – Diferenças entre fintechs de crédito e bancos digitais

| ASPECTO | FINTECHS DE CRÉDITO (SCD / SEP) | BANCOS DIGITAIS |
|--|--|---|
| Base legal/regulatória | Resolução atual: CMN nº5.050 de 25/11/2022 | Regulação bancária tradicional. Ex: Resolução nº 4.122, 4.553, entre outras. |
| Natureza institucional | Instituições financeiras com modelo específico (SCD e SEP) | Bancos comerciais, múltiplos ou de investimento com operação digital |
| Captação de recursos do público | Vedada (exceto SEP, que capta apenas para empréstimos entre terceiros) | Permitida (depósitos, contas, poupança etc.) |
| Concessão de crédito | SCD: com recursos próprios ou concedidos pelo BNDES. SEP: intermedia recursos entre credores e devedores. | Com recursos próprios ou captados |
| Autorização junto ao BCB | Licença própria para SCD/SEP | Licença bancária convencional |
| Atuação | Exclusivamente por plataformas digitais | Predominantemente digital, mas podem manter estrutura física |
| Serviços financeiros adicionais | Análise de crédito, cobrança, seguros vinculados, moeda eletrônica, pagamento, iniciação de transações | Serviços bancários amplos (conta, crédito, câmbio, investimentos, cartões etc.) |
| Termo “digital” | Não é critério jurídico, pois todas operam digitalmente. | Termo mercadológico, não jurídico. |

Fonte: Elaboração própria com base em Banco Central do Brasil (2020).

Diante disso, observa-se que, embora tanto as fintechs de crédito quanto os bancos digitais operem significativamente por meios eletrônicos, visem a inovação e a experiência do usuário, suas naturezas jurídicas e funcionais são distintas. Além disso, enquanto os bancos digitais são IF tradicionais com autorização para captar recursos do público e oferecer vários serviços bancários, as fintechs de crédito atuam de forma mais especializada, com licenciamento próprio e restrições operacionais, como a vedação à captação pública no caso das SCDs. Essa distinção regulatória, destacada pelo BCB, é essencial para compreender o papel complementar dessas instituições no ecossistema financeiro, especialmente em um cenário de crescente digitalização, concorrência e demanda por serviços mais acessíveis e eficientes (BCB, 2020).

5.5.2. O papel inovativo das fintechs na ampliação do acesso ao crédito e a produtos de investimentos

O surgimento das fintechs no Brasil, especialmente após a regulamentação formal promovida pelo BCB a partir de 2018, tem sido acompanhado pela expansão do acesso a serviços financeiros por parte de indivíduos e empreendedores antes pouco atendidos pelo sistema bancário tradicional. Nesse novo arranjo institucional, as plataformas digitais passaram a

oferecer produtos financeiros via aplicativos móveis, utilizando tecnologias como APIs (application programming interfaces), modelos de concessão de crédito com base em dados alternativos, análise algorítmica e canais de comunicação mais ágeis e acessíveis (ROCHA, 2021).

Conforme destacado por Rocha (2021), essa inovação se traduz, por exemplo, na possibilidade de acesso ao crédito sem a intermediação bancária tradicional, com processos de contratação inteiramente digitais e menos burocráticos. Isso representa uma redução de custos operacionais e tarifas de intermediação. Ao dispensarem grandes estruturas físicas e utilizarem smartphones como principal interface com os usuários, as fintechs conseguem oferecer serviços como conta corrente, cartão de crédito, pagamento, transferências, investimentos e até crédito produtivo com tarifas menores e disponibilidade ampliada, o que tem chamado a atenção de parte da população tradicionalmente excluída.

Devido à sua estrutura simplificada de modelo de negócio, marcada por menores taxas de juros, maior agilidade e redução de burocracias, as fintechs podem proporcionar aos seus usuários não apenas maior acesso ao crédito, mas também a instrumentos financeiros variados. Ao oferecerem crédito de forma rápida e descomplicada, estimulam os agentes a utilizarem seus recursos de maneira mais ativa, inclusive por meio de aplicações financeiras. Um exemplo disso são as chamadas “poupanças com liquidez diária”, que, no Brasil, costumam remunerar os depósitos com base em uma porcentagem do CDI.

A partir de entrevistas realizadas por Rocha (2021) com gestores de plataformas tecnológicas, nota-se que esses atores se veem como participantes de um campo emergente, que disputa espaço com os bancos dominantes. Esse campo, em formação, é composto por organizações que buscam atender um público que historicamente teve pouco acesso ao crédito, mas que agora, por meio do uso de tecnologia, consegue utilizar serviços financeiros básicos e avançados. As fintechs, assim, operam como desafiantes no campo financeiro, oferecendo modelos de negócio que prometem maior agilidade, menor custo e uma experiência mais personalizada ao usuário, além de conseguir atingir diferentes perfis de público, contribuindo, ainda que com limitações, para a ampliação da inclusão financeira no país.5.5.3.

Segundo relatório divulgado pela Plaid (2022), que traz os detalhes dos impactos das fintechs na vida financeira dos consumidores, com base em uma pesquisa aplicada para mais de 4 mil

pessoas nos EUA e no Reino Unido, 80% dos consumidores usaram algum tipo de aplicativo financeiro digital em 2022. Além disso, há uma adesão equilibrada entre faixas de renda e raças, indicando que as fintechs conseguem alcançar uma heterogeneidade de público. Não obstante, 61% indicaram que as fintechs os ajudaram a enfrentar desafios econômicos, e 48% afirmaram que se sentem mais no controle das suas finanças.

Com isso, os principais benefícios relatados pelos consumidores foram: economia de tempo (58%), pois os serviços digitais permitem fazer suas operações diretamente pelo smartphone; economia de dinheiro (46%) uma vez que a maior parte delas não possuem taxas de manutenções de conta, além de baixas taxas de oferta de crédito; redução do estresse (34%); melhor compreensão da própria vida financeira (39%), pois o consumidor não depende de um gerente em uma IF física para entender sobre suas finanças, como acontecia antes da digitalização dos serviços financeiros (Plaid, 2022).

Enquanto isso, no Brasil, segundo pesquisa divulgada em 2019 pela Confederação Nacional de Dirigentes e Lojistas (CNDL), SPC Brasil e o Sebrae, com 924 pessoas, 618 utilizaram ou utilizam algum serviço de fintechs nos últimos 12 meses. A pesquisa indica que as fintechs vêm alcançando ampla aceitação entre os brasileiros, sobretudo entre as classes C, D e E (77%) tradicionalmente menos atendidas pelas instituições financeiras convencionais. Ainda segundo o levantamento, 64% dos internautas residentes em capitais utilizaram algum serviço de fintech nos últimos 12 meses, sendo que 50% fizeram pela primeira vez nesse período. A avaliação geral foi positiva, com 89% afirmando que os serviços prestados atenderam ou superaram suas expectativas. A praticidade de resolver tudo pelo celular (41%), a redução da burocracia (35%) e a ausência de taxas e tarifas (32%) foram os principais motivos apontados pelos usuários para a escolha desses serviços digitais ¹³.

O trabalho de Davanço (2022, p.29) reforça esses achados empíricos, ao demonstrar que a maioria das fintechs brasileiras são estruturadas como startups, caracterizadas por um modelo de negócio digital, de baixo custo operacional, com foco em escalabilidade e forte orientação ao usuário. A autora destaca que essas organizações têm se consolidado não apenas em nichos de mercado ignorados pelas instituições financeiras tradicionais, mas também em segmentos que anteriormente eram monopólio dos grandes bancos. Nesse contexto, verifica-se o

¹³ Disponível em: https://cndl.org.br/politicaspUBLICAS/_trashed/

fenômeno de “*unbundling*”, ou seja, a fragmentação de serviços bancários, e posteriormente de “*rebundling*”, à medida que fintechs passam a ofertar um portfólio mais completo de serviços financeiros, ocupando espaço significativo no mercado.

As entrevistas conduzidas por Davanço (2022) evidenciam que os gestores das fintechs percebem que seu diferencial competitivo está ancorado em três pilares principais: inovação tecnológica, proximidade com o cliente e capacidade de resposta rápida. A adoção de tecnologias como APIs, inteligência artificial, computação em nuvem e big data permite que essas empresas ofereçam produtos personalizados com maior precisão e agilidade. Essa tecnologia aplicada ao setor financeiro gera uma nova experiência financeira, baseada na mobilidade, praticidade e custo reduzido, o que tem atraído especialmente um público jovem e conectado.

Além disso, Davanço (2022) aponta que os gestores das fintechs reconhecem sua atuação como um esforço consciente de inclusão financeira, especialmente ao atingir consumidores que estavam fora do radar dos bancos por critérios tradicionais de avaliação de crédito. Entre os atributos sociais das fintechs, contribuições como a geração de benefícios econômicos pessoais e impactos positivos em comunidades pobres, por meio do acesso a crédito produtivo, controle orçamentário e mecanismos de rentabilização do capital pessoal.

Contudo, Davanço (2022) também reconhece que a trajetória dessas organizações ainda está em construção e que há barreiras estruturais importantes: dificuldades de escalar negócios fora dos grandes centros urbanos, necessidade de recursos humanos qualificados e desafios regulatórios para garantir isonomia com as instituições financeiras tradicionais. Mesmo assim, os dados da pesquisa revelam otimismo por parte dos gestores entrevistados, especialmente diante da sinalização positiva do BCB e de outras entidades reguladoras no sentido de flexibilizar regras para acomodar essas inovações.

A pesquisa "Fintechs de Crédito Digital 2024", realizada pela PwC Brasil em parceria com a Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD), evidencia que mesmo em um cenário econômico adverso, as fintechs concederam R\$ 21,1 bilhões em crédito em 2023 — um aumento de 52% em relação ao ano anterior. A base de clientes pessoa física praticamente dobrou, chegando a 46,7 milhões de usuários, com grande penetração nas regiões fora do eixo Sul-Sudeste, principalmente no Nordeste. O dado reforça a capacidade das fintechs de

alcançar públicos historicamente desassistidos e promover a descentralização do crédito. Além disso, cerca de 46% das empresas já atuam com autorização formal do Banco Central como SCD ou SEP, e 58% delas estão em estágio avançado de consolidação, com faturamento superior a R\$ 20 milhões anuais¹⁴.

Diante disso, conforme apresentado no Tópico 3.1, as inovações no setor financeiro podem ser classificadas em três grandes grupos: inovação de produto, processo e organizacional, conforme a taxonomia de Akdre e Benli (2018). As fintechs operam justamente nesses três eixos ao desenvolverem novos produtos (como contas digitais e crédito com análise algorítmica), ao introduzirem processos mais eficientes de concessão de crédito por meio de plataformas digitais, e ao criarem estruturas organizacionais próprias, muitas vezes desvinculadas dos grandes bancos tradicionais.

Essa conformação corresponde também à lógica de inovação schumpeteriana adaptada ao setor financeiro, conforme discutido na Tabela 1, na qual novos métodos de produção (plataformas digitais), novos mercados (populações não bancarizadas) e novos produtos (como crédito via app, contas remuneradas com liquidez diária) são introduzidos e difundidos pelas fintechs, em um movimento que contribui para a reconfiguração do SFN.

Ademais, a expansão dessas inovações está diretamente relacionada à busca por liquidez, ao comportamento dos poupadores e à redução das incertezas, conforme desenvolvido nos Tópicos 3.2 e 3.3. O acesso facilitado a instrumentos como poupanças digitais com liquidez imediata reflete a preferência dos agentes por ativos líquidos com remuneração previsível, num contexto de instabilidade macroeconômica. Essa lógica se alinha ao que Davidson (2002) denomina como “motivo financeiro”, no qual os agentes buscam instrumentos para garantir liquidez com menor exposição à incerteza.

Conforme aponta o estudo da ANBIMA (2023), as startups financeiras estão se consolidando nas estruturas de suporte ao mercado de capitais, especialmente no segmento B2B, por meio de plataformas de gestão de carteiras, automação de liquidação, meios de pagamentos em

¹⁴ Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2024/pesquisa-fintechs-de-credito-digital-2024.html>

tempo real e integração de inteligência artificial para investimento e análise, conforme relatório da Fintech 100¹⁵.

Além disso, a ANBIMA (2023) destaca que mais da metade das fintechs (56%) já operam exclusivamente no modelo B2B, o que demonstra que essas empresas não estão apenas competindo com bancos tradicionais, mas atuam como facilitadoras e integradoras de infraestrutura de mercado. Esse perfil favorece a oferta de Tecnologia como Serviço (TaaS), ao mesmo tempo em que fortalece a complexidade e o dinamismo do mercado financeiro, tal como previsto nas análises sobre novos arranjos institucionais e sobre as fronteiras entre bancos e mercados de capitais.

Por fim, observa-se que o papel inovador das fintechs, ao ampliar o acesso ao crédito e a produtos de investimento, também reforça a hipótese levantada no Tópico 3.2 de que as inovações financeiras são instrumentos centrais nos ciclos de negócios modernos. As fintechs, ao se consolidarem como intermediadoras digitais entre poupadores e tomadores de recursos, contribuem para a expansão do crédito livre e, potencialmente, para novos patamares de financeirização e volatilidade, tal como advertido pela abordagem de Minsky sobre a instabilidade financeira inerente aos processos de inovação não regulados.

5.5.3 O aumento da concorrência do setor financeiro: riscos e desafios regulatórios diante das inovações financeiras

O avanço das fintechs no Brasil, ao mesmo tempo em que intensifica a concorrência e estimula a inovação no setor financeiro, também introduz uma série de riscos regulatórios complexos, que desafiam os princípios estruturais do modelo normativo tradicional do SFN. Conforme argumenta Carvalho (2023), o surgimento dessas novas entidades tecnológicas exigiu não apenas uma reinterpretação do conceito de instituição financeira, mas também a criação de dispositivos normativos específicos, como a Resolução CMN nº 4.656/2018, que instituiu as categorias de SCD e SEP.

Já do ponto de vista concorrencial, um estudo da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE), divulgado pela CNN Brasil¹⁶, aponta que a entrada das fintechs no sistema bancário

¹⁵ Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/publicacoes/o-novo-cenario-das-fintechs-em-2024-de-olho-nos-mercados-b2b.htm?utm_source=

brasileiro ao longo dos últimos dez anos teve impacto significativo na competição e nos preços praticados. No quarto trimestre de 2022, as fintechs brasileiras representaram até 16,8 % em segmentos como cartão de crédito, 10% em crédito pessoal não consignado, e juntas economizaram cerca de R\$ 7,9 bilhões em tarifas aos consumidores, reduzindo a média de R\$ 35,22 para R\$ 22,27 por cliente. Esse corte de 37 % nos custos tarifários confirma que a concorrência promovida pelas fintechs não apenas desafia o poder dos bancos tradicionais, mas também gera benefícios concretos e imediatos para os usuários.

Contudo, Carvalho (2023) destaca que, apesar dos avanços, persistem lacunas regulatórias significativas, principalmente em relação às fintechs que atuam em áreas ainda não totalmente abrangidas pela legislação vigente. Há casos em que modelos inovadores operam à margem da regulação, aproveitando zonas de indefinição normativa para viabilizar suas operações. Isso levanta preocupações quanto à arbitragem regulatória, à assimetria concorrencial em relação às instituições financeiras tradicionais e à fragilização da supervisão prudencial.

Outro ponto é a dificuldade estrutural dos órgãos reguladores, como o BCB e o CMN, em acompanhar, em tempo real, o ritmo das transformações tecnológicas. Isso exige que o Estado desenvolva mecanismos de regulação responsiva e adaptativa, capazes de estimular a inovação sem comprometer a integridade e a estabilidade do sistema financeiro. Essa tensão entre inovação e segurança é uma das maiores contradições enfrentadas no atual momento da política regulatória brasileira (CARVALHO, 2023).

Conforme aponta Ferreira (2018), o BCB tem assumido, historicamente, funções que vão além da emissão de moeda e da condução da política monetária, atuando como supervisor prudencial e garantidor da estabilidade financeira. Contudo, a proliferação das fintechs, com seus modelos de negócio ágeis, baseados em plataformas digitais, inteligência artificial e big data, impõe novos riscos à estrutura regulatória tradicional. Entre eles, destacam-se: o risco cibernético, o risco operacional sistêmico, a descentralização da informação, os desafios de conformidade e a fragilidade no monitoramento de terceiros envolvidos em cadeias de terceirização tecnológica.

¹⁶ Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/em-dez-anos-fintechs-ativam-concorrencia-e-derrubam-tarifas-bancarias-diz-estudo/>

Esses riscos se manifestam em um contexto de aumento expressivo da concorrência no setor financeiro, no qual bancos tradicionais têm visto sua margem de lucro comprimida frente à atuação de novos entrantes mais eficientes e menos regulados. Esse cenário configura um risco estratégico para o setor bancário tradicional, com projeções de perda de até 40% da receita dos bancos até 2025, conforme apontado na pesquisa citada por Ferreira (2018, p. 12). Assim, os órgãos reguladores precisam redefinir seus instrumentos de controle para além das instituições, passando a monitorar atividades e fluxos digitais pulverizados, realizados muitas vezes fora do escopo das normas convencionais.

Ferreira (2018) destaca a relevância da regulação prudencial diferenciada, cuja base foi reforçada no pós-crise de 2008 com a adoção dos acordos de Basileia III. Essa regulação, voltada à alocação de capital e à mitigação de riscos sistêmicos, se mostra fundamental, mas insuficiente diante da velocidade das inovações. O BCB, ciente da necessidade de não bloquear a inovação, adota uma postura conservadora e vigilante, mas ainda enfrenta limitações estruturais e institucionais para lidar com a capilaridade e a complexidade do novo sistema financeiro digital.

Além disso, Ferreira (2018) também classifica os principais riscos impostos pelas fintechs em seis grandes categorias: (i) risco estratégico, com redução de receitas dos bancos tradicionais; (ii) risco operacional sistêmico, devido à interconectividade crescente; (iii) risco de conformidade, com maior dificuldade de monitoramento e controle de operações; (iv) risco de terceirização, relacionado à dependência de fornecedores tecnológicos; (v) risco cibernético, com vulnerabilidades em segurança de dados; e (vi) risco de liquidez, vinculado à volatilidade das novas formas de captação por plataformas digitais.

Esses elementos demonstram que a atuação das fintechs, ainda que benéfica para a inclusão financeira e a inovação, reconfigura a lógica da supervisão financeira, exigindo que o BCB atue de maneira proativa, integrando tecnologia aos seus próprios mecanismos de monitoramento. Tais mudanças relacionam-se com os Capítulos 2 e 3, em especial no que tange à incerteza, à liquidez e à instabilidade potencial oriunda de transformações financeiras. Sob a ótica pós-keynesiana, Davidson (2002) argumenta que, em contextos de incerteza irreduzível, os agentes econômicos tendem a preservar liquidez como forma de autoproteção. As fintechs, ao oferecerem novos instrumentos financeiros de alta liquidez, como contas digitais e investimentos com resgate instantâneo, atendem a essa demanda, mas também

ampliam fluxos financeiros que, se mal supervisionados, podem intensificar a fragilidade do sistema.

Do mesmo modo, Minsky (1986) adverte que a inovação financeira não regulada é fator central na transição dos agentes de posições financeiras seguras para posições cada vez mais especulativas e vulneráveis, até a formação de instabilidades endógenas. Assim, a ampliação da concorrência no setor financeiro promovida pelas fintechs, embora deseje modernizar e democratizar o crédito e o investimento, pode também intensificar a instabilidade macroeconômica, caso os órgãos reguladores não acompanhem a sofisticação dessas práticas com mecanismos eficazes de supervisão e controle.

Dessa forma, o debate sobre os desafios regulatórios não se restringe a uma questão técnica, mas se insere no cerne da disputa entre os atores tradicionais e os emergentes do SFN. A atuação do BCB deve, portanto, equilibrar as externalidades positivas da concorrência promovida pelas fintechs com os riscos crescentes da fragmentação e da descentralização das operações financeiras em uma era de disrupção digital.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao adotar a abordagem pós-keynesiana como referencial teórico, foi possível destacar o papel fundamental da moeda como reserva de valor em contextos de incerteza, a importância da preferência pela liquidez nas decisões dos agentes e o impacto das expectativas sobre o consumo, o investimento e a formação da poupança. Tendo isso como base, foi possível entender o que a problemática proposta nesta pesquisa buscou compreender, de modo que as inovações financeiras contribuem para a democratização do acesso ao crédito, acesso ao mercado de capitais, e ao mesmo tempo ampliam a fragilidade financeira do sistema. Isto é, através das decisões dos agentes, diante os diversos tipos de cenários e influenciada pelas inovações financeiras, há uma grande movimentação dos mercados financeiros.

A metodologia qualitativa utilizada, fundamentada na análise bibliográfica e documental, mostrou-se eficaz para a investigação das relações entre teoria econômica, estrutura institucional e inovações tecnológicas no setor financeiro brasileiro. Além disso, a incorporação de dados quantitativos, como os relativos às operações de redesconto realizadas pelo Banco Central durante a pandemia de COVID-19, enriqueceu a análise ao fornecer um panorama sobre o comportamento do sistema financeiro em momentos de crise.

Em vista disso, confirmou-se a hipótese de que, embora as fintechs possam ampliar o acesso ao crédito e a produtos financeiros, contribuindo para a inclusão e a competição, elas também potencializam riscos, fragilidades financeiras e desafios regulatórios, especialmente quando não acompanhadas de uma estrutura de supervisão adequada. A análise mostrou como a ampliação do crédito e o aumento da liquidez, impulsionados por inovações, geram tanto oportunidades de crescimento quanto riscos de instabilidade, como demonstra a teoria da fragilidade financeira de Minsky. Nesse sentido, observou-se que as fintechs, ao oferecerem novos instrumentos financeiros com alta liquidez, atendem à demanda dos agentes por autoproteção em ambientes de incerteza irreduzível, mas também ampliam fluxos financeiros que, se mal supervisionados, podem intensificar a vulnerabilidade do sistema.

Os principais resultados obtidos revelam que o sistema financeiro brasileiro passou por uma reconfiguração profunda, marcada pelo avanço da digitalização e pela entrada de novos agentes financeiros. A presença das fintechs, nesse cenário, representa um vetor de transformação relevante, com efeitos diretos sobre o acesso ao crédito, a diversificação dos

produtos financeiros e a estrutura concorrencial do setor. No entanto, tais avanços também aumentam a complexidade da supervisão financeira e ampliam a necessidade de políticas públicas que garantam a estabilidade e a proteção dos consumidores. Um exemplo notável é o impacto das fintechs na redução das tarifas bancárias, conforme aponta um estudo da FIPE, que destaca economias de até R\$ 7,9 bilhões aos consumidores em segmentos como cartão de crédito e crédito pessoal não consignado.

A análise também evidenciou que as fintechs têm desempenhado um papel crucial na democratização do acesso ao crédito, especialmente para populações historicamente excluídas do sistema financeiro tradicional. Dados da pesquisa "Fintechs de Crédito Digital 2024", realizada pela PwC Brasil em parceria com a Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD), mostram que as fintechs concederam R\$ 21,1 bilhões em crédito em 2023, com uma base de clientes pessoa física que praticamente dobrou, chegando a 46,7 milhões de usuários. Esse crescimento reflete a capacidade dessas empresas de atingir regiões fora do eixo Sul-Sudeste, como o Nordeste, promovendo maior inclusão financeira e descentralização do crédito.

Dessa forma, a pesquisa contribui para o debate sobre o papel das inovações financeiras na dinâmica macroeconômica brasileira, especialmente à luz das teorias heterodoxas, como a pós-keynesiana e a neo-schumpeteriana. Assim sendo, reforça-se a necessidade de uma regulação econômica sensível à instabilidade inerente ao sistema financeiro capitalista. Além disso, o estudo destaca a importância de integrar a análise das inovações financeiras com as políticas monetárias e regulatórias.

Como direcionamentos futuros, sugere-se aprofundar investigações empíricas sobre o impacto das fintechs nos indicadores de inclusão financeira, na concentração bancária e na formação de bolhas de crédito. Ademais, estudos sobre a eficácia das políticas macroprudenciais e a integração regulatória entre órgãos supervisores seriam fundamentais para aprimorar a governança do SFN em um contexto de contínua transformação tecnológica. Também seria relevante explorar os efeitos das fintechs sobre o mercado de capitais, particularmente no que diz respeito à automação de processos, à criação de novos produtos financeiros e à sua contribuição para a diversificação das fontes de financiamento da economia real.

REFERÊNCIAS

AKDRE, Ç.; BENLI, P. The Nature of Financial Innovation: A Post-Schumpeterian Analysis. **Journal of Economic Issues**, p. 717–748, 2018.

AMANTE, André. LiveBC #21 - **Política monetária na prática**: saiba como o BC atua no mercado aberto. YouTube, 23 de outubro de 2023. 37min55s. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=L7IQ2CQUXIA> . Acesso em: 22 de abril de 2025.

ANBIMA. **Redesconto do Banco Central passa a ser operado no Selic**. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/redesconto-do-banco-central-passa-a-ser-operado-no-selic.htm. Acesso em: 22 abr. 2025.

B3. **Uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro do mundo**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/. Acesso em: 28 mai. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Bancos comerciais**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bc.asp?frame=1>. Acesso em: 16 abr. 2025e.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Bancos de investimento**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fbi.asp> . Acesso em: 16 abr. 2025f

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Bancos múltiplos**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fbm.asp>. Acesso em: 16 abr. 2025h.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Bolsas de mercadorias e futuros**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fbmf.asp%3Fidpai%3DSFNCOMP> . Acesso em: 16 abr. 2025t.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Bolsas de valores**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bv.asp?frame=1>. Acesso em: 16 abr. 2025s.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fintechs**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs> . Acesso em: 16 abr. 2025o.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é sociedade de arrendamento mercantil?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sociedadearrendamentomercantil> . Acesso em: 16 abr. 2025p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é administradora de consórcios?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/administradoraconsorcio>. Acesso em: 16 abr. 2025q.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é agência de fomento?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/agenciafomento> . Acesso em: 16 abr. 2025l

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é banco (instituição financeira)?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/bancoscaixaseconomicas>. Acesso em: 14 abr. 2025d.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é companhia hipotecária?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/companhiahipotecaria>. Acesso em: 16 abr. 2025k

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é cooperativa de crédito?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/cooperativacredito>. Acesso em: 16 abr. 2025g.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é instituição de pagamento?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/instituicaoopagamento>. Acesso em: 16 abr. 2025r.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é sociedade de arrendamento mercantil?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sociedadearrendamentomercantil> . Acesso em: 16 abr. 2025m

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é sociedade de crédito imobiliário?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sociedadecreditoimobiliario>. Acesso em: 16 abr. 2025j

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que é sociedade de crédito, financiamento e investimento?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/scfi>. Acesso em: 16 abr. 2025i.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **O que são a corretora e a distribuidora de títulos e de valores mobiliários?** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/corretoradistribuidora> . Acesso em: 16 abr. 2025n

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Perguntas e Respostas sobre a Implantação de Basileia III no Brasil.** Departamento de Regulação do Sistema Financeiro. Brasília.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recolhimentos compulsórios.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios>. Acesso em: 23 abr. 2025u.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recomendações de Basileia. Banco Central do Brasil.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em: 18 fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Secretaria do CMN.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/cmn> . Acesso em: 12 abr. 2025b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Secretaria do CMN.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/institucional> . Acesso em: 13 abr. 2025c.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional (SFN).** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 10 abr. 2025a.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, [2024]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 23 abr. 2025.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 5.050, de 25 de novembro de 2022**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5050>. Acesso em: 06 abr. 2025.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 5.060, de 16 de fevereiro de 2023**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5060>. Acesso em: 15 abr. 2025.

BRASIL. **Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021**. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp179.htm#art13. Acesso em: 13 abr. 2025.

BRASIL. **Lei nº 13.709, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 10 abr. 2025.

BRASIL. **Lei nº 6385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 16 abr. 2025

BRESSER-PEREIRA, L. C. A descoberta da inflação inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 14, n. 1, p. 167–192, 2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A economia e a política do Plano Real. **Revista de Economia Política**, v. 14, n. 4, p. 643–669, 1994.

BURLAMAQUI, L.; KREGEL, J. Innovation, Competition and Financial Vulnerability in Economic Development. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 25, n. 2, p. 5–22, 2005.

CARVALHO, F. J. C. de. **A Não-Neutralidade da Moeda em Economias Monetárias de Produção: A Moeda nos Modelos Pós-Keynesianos**. **Estudos Econômicos**, v. 21, n. 1, p. 11–40, 1991.

CARVALHO, F. J. C. de. **Mr. Keynes e os pós-keynesianos: Princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção**. São Paulo: Editora Alta Cult, 2019.

CARVALHO, F. J. C. Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, p. 323–336, 2005.

CARVALHO, Sofia Costa. Inovações financeiras no Brasil: desafios regulatórios das fintechs. 2023. 91. Monografia (Graduação em Direito) - Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, Brasília. 2023.

CERTIFICADO DE DEPÓSITO BANCÁRIO (CDB). Brasília: Governo Federal, s.n., s.d. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/titulos-bancarios/certificado-de-deposito-bancario-cdb>. Acesso em: 01 jun. 2025.

CNDL. **O mercado de Fintechs**. 2019. Disponível em: https://cndl.org.br/politicaspublicas/_trashed/. Acesso em: 7 jun. 2025.

CUNHA, M. M. B. da. **Os acordos de Basileia I, II, III e o mercado bancário brasileiro: um estudo sobre os principais desafios da gestão de liquidez nesse novo cenário**. 2014. Dissertação–Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014.

DAVIDSON, P. **Financial Markets, Money and the Real World**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2002.

DEBÊNTURES. São Paulo: B3, s.n., s.d. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm. Acesso em: 01 jun. 2025.

DERIVATIVOS. São Paulo: B3, s.n., s.d. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/derivativos/. Acesso em: 01 jun. 2025.

FEDERAL RESERVE HISTORY. Glass-Steagall Act. 2013. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/glass-steagall-act>. Acesso em: 11 fev. 2025.

FUNDO multimercado: o que é e como funciona. São Paulo: XP Investimentos, s.n., s.d. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/fundo-multimercado-o-que-e-e-como-funciona/>. Acesso em: 01 jun. 2025.

FUNDOS de ações: como funcionam e quais os tipos. São Paulo: InfoMoney, s.n., s.d. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/fundos-de-acoes/>. Acesso em: 01 jun. 2025.

FUNDOS de investimento em direitos creditórios (FIDC). São Paulo: B3, s.n., s.d. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/registro/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento-em-direitos-creditorios-fidc.htm. Acesso em: 01 jun. 2025.

FUNDOS de renda fixa: como funcionam e vantagens. São Paulo: XP Investimentos, s.n., s.d. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/fundos-de-renda-fix/>. Acesso em: 01 jun. 2025.

GARCIA-HERRERO, A.; GAVILÁ, S. **Possible Impacto de Basilea II en los Países Emergentes**. nº 0606. Madrid: Banco de España, 2006.

GOVERNO FEDERAL. **Conheça o mercado de capitais**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 28 mai. 2025.

GOVERNO FEDERAL. **Funcionamento do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/funcionamento-do-sistema-financeiro-nacional>. Acesso em: 18 abr. 2025.

GOVERNO FEDERAL. **Mercado Primário x Mercado Secundário**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/como-funciona-a-bolsa/mercado-primario-x-mercado-secundario>. Acesso em: 28 mai. 2025.

GOVERNO FEDERAL. **O Mercado de Valores Mobiliários**. 2022 Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/como-investir/conheca-o-mercado-de-capitais/o-mercado-de-valores-mobiliarios>. Acesso em: 28 mai. 2025.

GUEDES, Paulo. **Independência do banco central decretou morte ao nepotismo econômico?** Paulo Guedes analisa. YouTube, 28 de setembro de 2022. 4min07s. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=3vxJ3atyASw>. Acesso em: 14 de abril de 2025.

HICKS, J. **Critical essays in monetary theory**. Oxford: Clarendon Press, 1967.

HUDSON, M. The Transition from Industrial Capitalism to a Financialized Bubble Economy. **Levy Economics Institute of Bard College**, n. 627, out. 2010.

KREGEL, J. Comment on Fernando Cardim de Carvalho □ Monetary Policy, Monetary Theory and Financial Structure. **Econômica**, v. 6, n. 2, p. 341–348, dez. 2004.

LEITE, K. V. B. S.; REIS, M. O Acordo de Capitais de Basiléia III: Mais do Mesmo? **Revista Economia**, v. 14, n. 1A, p. 159–187, 2013.

LETRA de câmbio (LC): o que é, como funciona e riscos. São Paulo: InfoMoney, s.n., s.d. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/letra-de-cambio-lc/>. Acesso em: 01 jun. 2025.

LETRAS financeiras. São Paulo: B3, s.n., s.d. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/letras-financeiras.htm. Acesso em: 01 jun. 2025.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. London: Mc Graw Hill, 1986.

MOLLO, M. de L. R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política**, v. 8, n. 1, p. 105–129, 1988.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, v. 29, n. 1, p. 101–132, 2008.

NOTA promissória comercial: o que é, como funciona e riscos. São Paulo: Dinheiro, s.n., s.d. Disponível em: <https://www.idinheiro.com.br/investimentos/nota-promissoria-comercial/>. Acesso em: 01 jun. 2025.

OREIRO, J. L. Do Tripé Macroeconômico ao Fracasso da Nova Matriz: A Evolução do Regime de Política Macroeconômica no Brasil (1999-2014). **Revista Politika**, p. 16–33, 2015.

PEREZ, C. Grandes ondatas de desenvolvimentos e formas alternativas de globalização. **Sociedade Brasileira de Economia política**, n. 28, p. 102–144, fev. 2011.

PLAID. **The Fintech Effect**: 2022. Plaid Inc., 2022. Disponível em: <https://plaid.com/the-fintech-effect-report-2022/>. Acesso em: 4 jun. 2025.

PWC. **Pesquisa Fintechs de Crédito Digital 2024**. 2024. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2024/pesquisa-fintechs-de-credito-digital-2024.html>. Acesso em: 7 jun. 2025.

RECIBO de depósito bancário (RDB). São Paulo: B3, s.n., s.d. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/registro/renda-fixa-e-valores-mobiliarios/recibo-de-deposito-bancario.htm. Acesso em: 01 jun. 2025.

REIS, M. O acordo de Basileia III e a pró-ciclicidade da regulação financeira. **Nova Economia**, p. 691–716, 2015.

TERRA, Fábio. Por que não oficializar o ‘forward guidance’? **Valor econômico**, Rio de Janeiro, 10 de agosto de 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/por-que-nao-oficializar-o-forward-guidance.ghtml>. Acesso em: 22 abr. 2025.

TESOURO direto. Tudo o que você precisa saber sobre o tesouro. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/conheca/conheca-o-tesouro-direto.htm>. Acesso em: 28 mai. 2025.

TESOURO ipca. Brasília: Tesouro Nacional, s.n., s.d. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/tesouro-ipca.htm>. Acesso em: 01 jun. 2025.

TESOURO prefixado. Brasília: Tesouro Nacional, s.n., s.d. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/tesouro-prefixado.htm>. Acesso em: 01 jun. 2025.

TESOURO selic. Brasília: Tesouro Nacional, s.n., s.d. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/tesouro-selic.htm>. Acesso em: 01 jun. 2025.