

Sistema Financeiro



Mirelli Malaguti, Antonio José Alves Junior, Débora Mesquita Pimentel, Fabiano Abranches Silva Dalto, Camila Villard Duran, Larissa Naves de Deus Dornelas, Diogo Santos, Andrés Ferrari Haines, Alessandro Donadio Miebach, José Eduardo Roselino, Marília Ceci Cubero, Bruna Ferraz Raposo, Anderson Carlos Nogueira Oriente, Luiz Arthur Silva de Faria, Lidia Maria Bufolo e André Luiz Sica de Campos discutem a independência do BC, o Caso Master, os spreads elevados, regulação bancária, o modelo Twin Peaks, uma reforma do sistema financeiro nacional, inclusão financeira, bancos comunitários, a dominância internacional do dólar e o sistema financeiro chinês.

*Marina Machado Gouvêa escreve para a série
“Atualizando o debate sobre dependência econômica”*



Sistema Financeiro

■ O Caso Master nos motivou a aprofundar a discussão sobre o sistema financeiro no Brasil e no mundo.

Mirelli Malaguti, da UFRJ, alerta que a independência do BC tende a deslocar o centro de decisão da política para uma tecnocracia com baixa transparência e elevada proximidade com o sistema financeiro. Outros “Bancos Master” virão.

Antonio José Alves e Débora Pimentel, da UFRRJ, apontam que o nosso sistema financeiro ostenta há décadas recordes de *spreads* elevados, mesmo com a concorrência das *fintechs* e cooperativas.

Fabiano Abranches Dalto, do IFFD, destaca que o esquema de pirâmide do Banco Master contava com complacência regulatória, incentivos legais, seguro do FGC, fontes públicas baratas de captação de fundos e apoio político.

Camila Villard Duran, da ESSCA, e Larissa Dornelas, da UFPR, tratam do debate sobre a reorganização da arquitetura de supervisão financeira no Brasil, com a adoção do modelo *Twin Peaks*.

Diogo Santos, da UFMG, lembra que a Constituição prevê um sistema financeiro nacional “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade”. Estamos longe disso.

Andrés Ferrari Haines e Alessandro Miebach, da Ufrgs, afirmam que o dólar hegemônico é a essência do *America First*. Os EUA não aceitariam passivamente o fim da dominância do dólar.

José Eduardo Roselino, da Ufscar, salienta que a China conta com uma arquitetura financeira alternativa. Os principais agentes são públicos e a lógica de mercado é contida pelas prioridades de desenvolvimento.

Marília Cubero, da Unicamp, avalia que o sistema financeiro é a “coluna vertebral” do desenvolvimento chinês. Os bancos são o braço financeiro dos Planos Quinquenais e o mercado de capitais tem supervisão estatal.

Bruna Ferraz Raposo, da UFF, ressalta que o movimento de inclusão financeira no Brasil tem um caráter subordinado e atende aos interesses de grandes multinacionais do setor.

Anderson Oriente, do IFRJ, Luiz Arthur de Faria, da UFRJ, e Lidia Bufolo e André Luiz Campos, da Unicamp, frisam que os bancos comunitários promovem inclusão financeira e oferecerem microcrédito, meios de pagamento e organização econômica em territórios sem bancos comerciais.

Na série “Atualizando o debate sobre dependência econômica”, publicamos o artigo de Marina Machado Gouvêa.

Sumário

A “independência” do Banco Central e o Caso Master	3
<i>Mirelli Malaguti</i>	
Em busca do “mix de crédito rentável e popular”	5
<i>Antonio José Alves Junior e Débora Mesquita Pimentel</i>	
A fragilidade financeira como modo de acumulação	7
<i>Fabiano Abranches Silva Dalto</i>	
Twin Peaks no Brasil: por que o contexto institucional importa mais do que o modelo	9
<i>Camila Villard Duran e Larissa Naves de Deus Dornelas</i>	
Contribuição para uma reforma do sistema financeiro	12
<i>Diogo Santos</i>	
Sobre a continuidade da dominância do dólar	15
<i>Andrés Ferrari Haines e Alessandro Donadio Miebach</i>	
Finanças com características chinesas: Estado, mercado e desenvolvimento	18
<i>José Eduardo Roselino</i>	
A ‘coluna vertebral’ do desenvolvimento: sistema financeiro e coordenação estatal na China	20
<i>Marília Ceci Cubero</i>	
Inclusão financeira no Brasil e o desenvolvimento no capitalismo periférico	22
<i>Bruna Ferraz Raposo</i>	
O papel dos bancos comunitários no sistema bancário brasileiro	24
<i>Lidia Maria Bufolo, Luiz Arthur Silva de Faria, André Luiz Sica de Campos e Anderson Carlos Nogueira Oriente</i>	
Financeirização, dependência e padrão de reprodução do capital no Brasil: reprodução da vida e disciplinamento da classe trabalhadora	27
<i>Marina Machado Gouvêa</i>	

O Corecon-RJ apoia e divulga o programa Faixa Livre, veiculado de segunda a sexta de 8h às 10h. Você também pode ouvir os programas pelos sites www.aepet.org.br/radioaovivo.html e www.programafaixalivre.com.br, canal no Youtube, Facebook, Instagram, podcast no Spotify, Deezer, Castbox e SoundCloud e aplicativo gratuito.

Jornal dos ECONOMISTAS

Órgão Oficial do CORECON - RJ
E SINDECON - RJ
Issn 1519-7387

Conselho Editorial: Antônio dos Santos Magalhães, Sidney Pascounto da Rocha, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Gustavo Souto de Noronha, João Hallak Neto, Marcelo Pereira Fernandes, José Antonio Lutterbach Soares, Wellington Leonardo da Silva, João Manoel Gonçalves Barbosa, José Ricardo de Moraes Lopes, Anderson Carlos Nogueira Oriente e Fernando D'Angelo Machado. **Jornalista Responsável:** Marcelo Cajueiro. **Edição:** Diagrama Comunicações Ltda-ME (CNPJ: 74.155.763/0001-48; tel.: 21 2232-3866). **Projeto Gráfico, diagramação e ilustração:** Rossana Henriques (rossana.henriques@gmail.com). **Revisão:** Bruna Gama. **Periodicidade:** Mensal. **Correio eletrônico:** imprensa@corecon-rj.org.br

As matérias assinadas por colaboradores não refletem, necessariamente, a posição das entidades. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta edição, desde que citada a fonte.

CORECON - CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA/RJ

Av. Rio Branco, 109 - 19º andar - Rio de Janeiro - RJ - Centro - Cep 20040-906
Telefax: (21) 2103-0178 - Fax: (21) 2103-0106
Correio eletrônico: corecon-rj@corecon-rj.org.br
Internet: <http://www.corecon-rj.org.br>

Presidente: José Antonio Lutterbach Soares. **Vice-presidente:** Luis Gustavo Vieira Martins. **Conselheiros Efetivos:** 1º TERÇO: (2026-2028) Arthur Camara Cardozo, Marcelo Pereira Fernandes, Sidney Pascounto da Rocha - 2º TERÇO: (2024-2026) Antônio dos Santos Magalhães, Fernando D'Angelo Machado, Luis Gustavo Vieira Martins - 3º TERÇO: (2025-2027) José Antonio Lutterbach Soares, Antonio José Alves Junior, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda. **Conselheiros Suplentes:** 1º TERÇO: (2026-2028) Gustavo Souto de Noronha, João Hallak Neto, Regina Lúcia Gadioli dos Santos - 2º TERÇO: (2024-2026) Juliana Duffles Donato Moreira, Gilberto Caputo Santos, Flávia Vinhaes Santos - 3º TERÇO: (2025-2027) Anderson Carlos Nogueira Oriente, Mauro Osório da Silva, José Ricardo de Moraes Lopes.

SINDECON - SINDICATO DOS ECONOMISTAS DO ESTADO DO RJ

Av. Treze de Maio, 23 - salas 1607 a 1609 - Rio de Janeiro - RJ - Cep 20031-000. Tel.: (21) 2262-2535 Telefax: (21)2533-7891 e 2533-2192. Correio eletrônico: sindecon@sindecon.org.br

Mandato - 2025 a 2028

Coordenação de Relações Institucionais: Wellington Leonardo da Silva (Coordenador geral), Sidney Pascounto da Rocha.

Coordenação de Relações Sindicais: Fernando D'Angelo Machado, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, João Manoel Gonçalves Barbosa, Gilberto Caputo Santos.

Coordenação de Divulgação, Administração e Finanças: Antonio dos Santos Magalhães, Gilberto Alcântara da Cruz, José Antônio Lutterbach Soares.

Conselho Fiscal: Maria da Glória Vasconcellos T. Lacerda, André Luiz Silva de Souza, Guilherme Tinoco Oliveira dos Anjos.

A “independência” do Banco Central e o Caso Master

Mirelli Malaguti*

A independência do Banco Central

A defesa da independência do Banco Central (BC) tornou-se dominante no pensamento econômico *mainstream*, sendo frequentemente apresentada como condição necessária credibilidade da política monetária. Essa concepção se apresenta tecnicamente sofisticada, mas carrega limitações profundas quando analisada sob uma perspectiva institucional, democrática e histórica.

O argumento central baseia-se na ideia de que governos eleitos possuem incentivos de curto prazo para gerar inflação, estimulando a economia por meio da política monetária expansionista. A solução proposta por Finn Kydland e Edward Prescott consiste em retirar a política monetária da esfera política e entregá-la a uma autoridade técnica, pressupondo que essa será neutra, racional e imune a pressões externas, o que seria, no mínimo, fantasioso quando se trata da definição da taxa de rentabilidade do capital financeiro.

A independência do BC não elimina o problema do poder, apenas o desloca. No lugar das decisões monetárias serem tomadas por representantes eleitos, passam a ser definidas por um “corpo técnico” que não responde à escolha do eleitorado. Como observa Joseph Stiglitz, a independência facilmente se converte em ausência de *accountability*. Isso gera um déficit democrático evidente: decisões que afetam emprego, renda, crédito e investimento são tomadas por agentes que não estão sujeitos ao controle político direto.

A crença na neutralidade técnica é ilusória. A política monetária não é um campo puramente técnico; ela envolve escolhas distributivas profundas. Taxas de juros elevadas, por exemplo, favorecem credores e o sistema financeiro, ao mesmo tempo em que penalizam o investimento produtivo, o consumo e o emprego. Nesse sentido, a atuação

de um BC independente reflete uma determinada visão de mundo – frequentemente alinhada com os interesses do mercado financeiro – em detrimento de objetivos mais amplos de desenvolvimento econômico.

Em contextos nos quais há forte interação entre o BC e o sistema financeiro, como no Brasil, a independência acaba por aproximar regulador e regulados. A chamada “porta giratória”, pela qual profissionais transitam entre o setor público e o mercado financeiro, reforça esse risco. A autoridade que deveria supervisionar o sistema acaba internalizando os interesses das instituições que deveria regular.

E quando esses interesses estão entrelaçados, o Fundo Garantidor de Créditos (FGC), que é feito para proteger pequenos investidores, passa a ser visto como um garantidor do comportamento oportunista de instituições financeiras, e se torna o mecanismo de socialização das perdas.

A autonomia formal do BC no Brasil foi instituída pela Lei Complementar nº 179/2021, apresentada como um avanço institucional. O Congresso Nacional exerce supervisão essencialmente formal, enquanto a sociedade civil não tem nenhuma capacidade de escrutínio sobre decisões altamente técnicas e opacas.

Episódios como o caso do Banco Master evidenciam que a autonomia do BC não garante regulação eficiente. Pelo contrário, contribuiu para uma espécie de “cegueira institucional”, na qual o regulador demora a agir diante de riscos crescentes, pela teia de relações patrocinada pelo mercado. Nesse sentido, buscaremos revisar o caso do Master, evidenciando os problemas apontados.

O colapso do Banco Master e prejuízos

Em seis anos atuando no mercado, calcula-se que o Banco Master, instituição de pequeno porte, que representava me-



nos de 1% do sistema, gerou um rombo de cerca de R\$ 80 bilhões no mercado financeiro brasileiro. Até o momento, sabe-se que o banco lesou 1,6 milhão de investidores, 19 fundos de previdência de servidores públicos (estados e municípios), deu um prejuízo de pelo menos R\$ 12,2 bilhões ao BRB, e, junto com o Banco Pleno e o Will Bank, oriundos do Master, deve levar quase metade do FGC, que é de R\$ 123 bilhões. É o maior golpe contra o sistema financeiro brasileiro.

O Banco Master começou a operar em 2019, na gestão de Campos Neto, e cresceu com um modelo baseado em captação agressiva, via CDBs de alta remuneração, com a garantia do FGC, enquanto o lado do ativo se tornava cada vez mais controverso.

O BC permite que os bancos operem com certo risco, podendo chegar até dez vezes de alavancagem de capital, ou seja, para cada um real de capital o banco pode ter até dez vezes mais empréstimos, crédito consignado e imobiliário, cartão de crédito etc. Para não se exporem demais, os bancos brasileiros operam, em geral, de seis vezes. O Banco Master operava no limite.

O Banco teve crescimento expressivo de seu ativo, de R\$ 3,7 bilhões em sua abertura, em 2019, chegando a R\$ 82 bilhões em 2024, baseado em precatórios e terrenos supervalorizados, direitos creditórios, empresas em recuperação ou situação de fragili-

dade financeira (como Light, CVC, Ambipar, Oi, Gafisa, Aliança Saúde, Oncoclínicas, Ligga Telecom, Westwing), além de dezenas de fundos falsos.

A Resolução nº 4.966/2021 do BC favoreceu as manobras no ativo do Master ao introduzir o conceito de “perda esperada”, dando margem para que o reconhecimento de prejuízos fosse adiado conforme a conveniência política.

O sistema operou em um circuito fechado de autofinanciamento, recursos do banco passavam por fundos que “se supervalorizavam” e voltavam ao ativo do banco. O banco concedia empréstimos a empresas fantasmas, sem funcionários ou receita, que iam para fundos de investimentos administrados pela Reag Investimento, onde o dinheiro se multiplicava e voltava em forma de ativo para o Master.

A operação dos órgãos de regulação

O Conselho Monetário Nacional (CMN) define as regras macro e técnicas do sistema financeiro. O BC é quem define regras prudenciais e fiscaliza os bancos e seus ativos. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regula os ativos dos bancos que se constituem em valores mobiliários como os fundos, as ações e os derivativos. Periodicamente auditores independentes devem emitir relatórios de auditoria sobre os balanços apresentados pelo Banco.

O BC identificou o descompasso nas provisões e práticas de gestão do Master desde o início, mas se resumiu a enviar ofícios (total de 18) solicitando ajuste nas contas e adoção de boas práticas. No lugar de punição ou intervenção, o BC propôs Termos de Ajustamento de Conduta (TACs), o que permitiu a persistência do esquema Ponzi por anos.

O FGC, desde 2023, vinha alertando o BC sobre os riscos do Master e sendo ignorado. Diante dos alertas do mercado, o diretor de Fiscalização do BC afirmava que os grandes bancos tinham “inveja do crescimento do Master”.

Em novembro de 2024, o banco não tinha liquidez: dos R\$ 50 bilhões de títulos, R\$ 12 bilhões venceriam em 2025. Docu-



mento do BC mostrava irregularidades, descumprimento de normas e fornecimento de informações incorretas. Campos Neto convocou Vercaro e mais uma vez concedeu um prazo para ajustes.

Em janeiro de 2025, o BRB, um banco público, com o apoio do Governador do DF, repassou R\$ 12,2 bilhões para comprar carteiras de créditos consignados, que posteriormente se provaram falsas. E ainda se dispôs a comprar parte do Banco para salvá-lo.

Assim, BC em abril de 2025 pediu um empréstimo de R\$ 11 bilhões ao Master, em tom ameaçador, ao FGC, para evitar traumas ao sistema e dando a garantia de que a crise estaria resolvida, e o Master seria vendido ao BRB. O FGC liberou R\$ 5,7 bilhões para evitar a quebra, mas cinco meses depois o BC rejeitou a operação e determinou a liquidação do Master. O BC ignorou questionamentos do FGC, que só tinha dado o empréstimo com a garantia de evitar a liquidação do banco.

A CVM, por sua vez, também não ficou de fora: várias irregularidades passaram sem controle da instituição, como desvio de recursos dos fundos, gestão temerária, riscos excessivos, fraudes no mercado de capitais e manipulação de preços. Em audiência pública no Senado, o representante da CVM afir-

mou que foram detectadas movimentações atípicas do Banco Master desde 2022, mas por falta de pessoal e orçamento, os processos de apuração ainda estão em andamento.

A rede de relações que vem sendo revelada entre Daniel Vercaro, o Banco Central, a CVM, representantes do Congresso e até do STF é extensa e claramente trabalhou para manter as operações temerárias do Banco.

O regulador de hoje é o banqueiro de amanhã

O caso do Banco Master não foi um acidente fortuito, não foram falhas técnicas, mas construções políticas: pactos entre governos, reguladores e grupos de interesse que definiram quem iria ganhar. Nele podemos ver a promiscuidade entre os poderes e uma “anomia institucional”. O processo expõe a desregulação que transformou o crédito em um campo de negócios predatórios, em detrimento da estabilidade soberana do país.

A vulnerabilidade institucional do Brasil, agravada por reguladores que buscam oportunidades futuras no setor financeiro, acaba subordinando o país a interesses escusos e até do crime organizado¹.

Dessa forma, a independência do BC não pode ser vista como uma solução neutra e universal. No caso brasileiro, ela tende a deslocar o centro de decisão da esfera política para uma tecnocracia com baixa transparência e elevada proximidade com o sistema financeiro. Um exemplo é o de Roberto Campos Neto, ex-presidente do BC que se tornou executivo do Nubank, maior beneficiário das desregulações em sua gestão.

Fica evidente que o risco principal não é de erro técnico, mas de alinhamento estrutural com interesses específicos, em detrimento do interesse público mais amplo. Sem punição e mudança no sistema, outros “Bancos Master” estão a caminho.

¹ É economista, Prof^º. Dr.^ª. do Irid da UFRJ e especialista em finanças públicas.

¹ Na Operação Carbono Oculto foram identificados seis fundos que operavam para o Banco Master e para um esquema de lavagem de dinheiro e sonegação fiscal do PCC, com intermediação da Reag, administradora dos fundos do Master.

Em busca do “mix de crédito rentável e popular”

Antonio José Alves Junior*
Débora Mesquita Pimentel*

■ Há décadas, bancos e demais instituições financeiras são vistos com desconfiança. Seus enormes investimentos em publicidade para construir a imagem do parceiro dos clientes na aquisição de bens e nos empreendimentos, sem discriminação de raça, gênero, identidade sexual, grau de instrução, nível social etc. não amenizam a dureza da sua relação real com o público. Os bancos vêm ganhando lucros invejáveis, imunes às más conjunturas, cobrando tarifas de serviços elevadas, oferecendo baixos rendimentos nos ativos para o público e impondo elevados custos finais aos financiamentos, com destaque para as linhas emergenciais (cartão de crédito e cheque especial), como reconheceu Gabriel Galípolo¹.

“E por que tanto espanto?”, perguntaria um leitor de Adam Smith, pois “não é da benevolência do banqueiro...” que os serviços financeiros são ofertados privadamente. Certo, mas isso não autoriza concluir que o livre-mercado financeiro produz as melhores soluções econômicas. Bancos ocupam uma posição-chave nas economias modernas, com uma presença crescente. Afetam a vida econômico-financeira de pessoas e empresas, e não somente as partes diretamente envolvidas nas transações. Bancos exercem grande influência na macroeconomia, gerindo o sistema de pagamentos, ofertam veículos para a poupança do público e ofertam o crédito que é essencial para o consumo e o investimento. Infelizmente, há muito se sabe que o mecanismo de mercado não tem se mostrado capaz de fazê-lo funcionar sem crises e provendo serviços financeiros em condições que favoreçam o desenvolvimento produtivo e a melhoria das condições de vida.

Em todo o mundo, o sistema financeiro é balizado pela gestão diária de liquidez do Banco Central para estabilizar os juros

e o crédito. Suas instituições têm seu raio de manobra restringido pela submissão a um arcabouço regulatório abrangente e a uma estrutura de supervisão robusta. Mesmo quando aparecem falhas nesse esquema de contenção, como no caso do Banco Master, aqui no Brasil, outras camadas de dispositivos públicos e privados são acionadas, como o Fundo Garantidor de Crédito, para socorrer os pequenos depositantes, protegendo a crença na solidez dos bancos e do sistema de pagamentos. Ademais, sempre que o funcionamento do sistema financeiro é ameaçado ou atingido por crises, seja em instituições financeiras específicas, seja em algum subsegmento financeiro, ou por choques de grandes proporções, como a crise de 2008 e a pandemia, mais ferramentas de medidas emergenciais são utilizadas ou criadas para impedir que se instalem crises de crédito e no sistema de pagamentos. No Brasil, nesses episódios, foram colocadas em funcionamento, e com intensidade excepcional, várias modalidades de empréstimos de liquidez em moeda local ou em dólares, políticas de reestruturação excepcional de dívidas dos clientes, alterações nas exigências regulatórias, modificação de regras contábeis, empréstimos anticíclicos de bancos públicos, além do uso das políticas fiscais e monetárias para estabilizar o sistema financeiro e a economia.

No Brasil, esses esquemas têm funcionado bem. Crises maiores e menores aconteceram, mas o sistema financeiro, em conjunto, caminhou sem muitas dificuldades, sem muitos tropeços. Nem houve quebradeira de bancos, nem crises incontornáveis de inadimplência. Mas isso, que não é pouco, é suficiente? O sistema deveria ser mais funcional, concedendo crédito em condições mais favoráveis para o consumo, para o investimento familiar e o investimento produtivo. Em vez disso, nosso sistema financeiro ostenta recordes de *spreads* elevados (Gráfico 1).



Débora Mesquita Pimentel

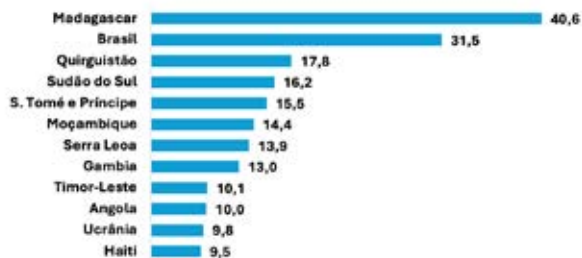


Antonio José Alves Junior

Por que falar de *spreads* se os juros no Brasil já seriam muito altos por causa da política monetária? Ao longo dos anos, o Banco Central manteve a taxa básica (Selic) em patamares elevados (também recordes). No entanto, são as diferenças entre as taxas de captação e de aplicação que pesam “na ponta”. Isso não é uma impressão. Vários estudos no site do Banco Central do Brasil, há pelo menos três décadas, mostram perplexidade diante do fenômeno. Concluem sempre que, depois de descontados os custos operacionais, impostos, a exigência de compulsório e a



Gráfico 1 - Os maiores spreads bancários no mundo - 2023
(em pontos percentuais)



Fonte: data.worldbank.org

Taxas de juros anuais para pessoas físicas (em %)



Fonte: Estatísticas Monetárias e de Crédito do Banco Central do Brasil

inadimplência corrente e esperada, sobra um resíduo, há uma margem de lucro que está muito acima daquela que seria esperada em ambiente de concorrência. Esse quadro persiste há décadas, mesmo em face do aumento da concorrência bancária, com a maior presença das *fintechs* e cooperativas de crédito, da maior participação do mercado de capitais no *fundraising* das empresas, da redução dos compulsórios e das restrições à cobrança de juros que vigoram sobre o cartão de crédito. Nem os bancos públicos que poderiam atuar para se contrapor a essa tendência o fazem quando atuam no varejo, a não ser com o crédito direcionado para segmentos específicos.

Esse quadro de *spreads* elevados se agrava com uma técnica de gestão da carteira que, nos relatórios de administração dos bancos, se apresenta como a busca de um “*mix* de crédito mais rentável”. É a prática de empurrar clientes sem capacidade de negociação, especialmente as pessoas físicas, os mais pobres e os mais endividados para as modalidades mais caras, tais como o cartão de crédito rotativo e parcelado, o cheque especial e o crédito não consignado (Gráfico 2). A princípio, é uma prática pró-lucratividade, mas que dificulta a vida tanto de pessoas físicas como de empresas, aumentando o risco de inadimplência com o qual os próprios bancos precisam lidar. A aparente insustentabilidade carrega uma lógica de esticar a corda e acumular lucros até arrebentar, na esperança de que seja uma superproteção antecipada de perdas que poderão, ou não, se materializar em um futuro indefinido.

Bom, talvez os bancos já considerem a corda muito esticada e, por isso, o crescimento do crédito livre se desacelere, ainda que se comprometam com o “*mix* mais rentável”.

Sobre a conjuntura

Atualmente há um quadro de elevado endividamento das famílias, acompanhado do aumento da inadimplência e do maior comprometimento da renda com o pagamento de dívidas. Há mais empresas na mesma situação. Dados da Serasa Experian revelam que 8,9 milhões de CNPJs se mostraram inadimplentes em 2025, afetando principalmente micro e pequenas empresas do setor de serviços em função dos juros elevados que prejudicam o caixa. Esse quadro é bastante preocupante quando combinado com o esfriamento da economia brasileira, que já transparece na desaceleração do PIB e dos investimentos, no último trimestre de 2025, depois de praticamente três anos de crescimento dos empregos e dos investimentos privados.

Claro que a desaceleração de 2025 pode ser um ponto fora da curva, mas não há boas evidências do contrário, de que há expansão relevante da demanda. O Novo Arcabouço Fiscal funciona, restringindo mais e mais os gastos públicos. No flanco externo, o crescimento das exportações de bens e serviços de 2025 não deverá, em função das turbulências geopolíticas, se repetir. Logo, restaria esperar que o investimento e o consumo privados “puxem” PIB e os empregos. Ocorre que investimento e consumo dependem de demanda. E, até onde se sabe, o alto endividamento,

o crescimento da inadimplência e o comprometimento do caixa de empresas e famílias em nada contribuem para expansão dos gastos.

A economia brasileira, é preciso reconhecer, não está em depressão. Ao contrário, a atividade está bem. Seria importante, contudo, dar uns empurrões. Os juros básicos começam a cair, o que sempre ajuda. Mas os *spreads* bancários em alta e o quadro de endividamento e comprometimento da renda devem ser atacados. O governo esboça a intenção de renegociar dívidas de famílias muito endividadas, especialmente as mais pobres, dividindo os encargos com os bancos. Isso pode ser bom para todos e será melhor se for feito rápido, para frear a decomposição financeira, e em escala, para gerar mais renda e beneficiar a todos. Se os bancos públicos entrarem nessa reduzindo os *spreads* de cada linha, será excelente. É isso que, de verdade, pode conduzir a um “*mix* de crédito rentável e popular”.

* São professores de Economia da UFRJ.

1 CARMO, W. Galípolo critica juros do rotativo do cartão de crédito e defende a criação de alternativas. Carta Capital, edição 1406, 26.03.2026, disponível em <https://www.cartacapital.com.br/economia/galipolo-critica-juros-do-rotativo-do-cartao-de-credito-e-defende-a-criacao-de-alternativas/>



A fragilidade financeira como modo de acumulação

Fabiano Abranches Silva Dalto*

■ A recente revelação do esquema de pirâmide utilizado pelo Banco Master no Brasil chama a atenção para um comportamento predatório no sistema financeiro mais frequente do que se espera. Como tem sido revelado, para além de um comportamento desviante e isolado, o esquema contava com uma série de mecanismos institucionais que lhe davam suporte para prosperar. Complacência regulatória, incentivos legais, seguro FGC, fontes públicas baratas de captação de fundos (fundos de previdência estaduais) e apoio político: todos conformaram uma estrutura na qual o esquema de pirâmide desenvolvido pelo Banco Master resultasse em perdas hoje avaliadas em 52 bilhões de reais. Os esquemas dos administradores de dinheiro são esquemas altamente frágeis que invariavelmente levam à fragilidade financeira de agentes privados e, recorrentemente, requerem intervenções públicas para impedir o contágio para o resto do sistema econômico.

Em termos microeconômicos, a fragilidade financeira significa, em linhas gerais, que os componentes do passivo e/ou ativo do balanço patrimonial (além de ativos e passivos fora do balanço) são altamente sensíveis a mudanças nas taxas de juros, renda, taxa de amortização e outros elementos que influenciam a liquidez e a solvência de um balanço. Nesse caso, flutuações corriqueiras nessas variáveis criam grandes dificuldades financeiras. O outro lado dessa alta sensibilidade do fluxo de caixa é uma grande dependência de fontes de refinanciamento (alto risco de refinanciamento) e/ou liquidação de ativos a preços crescentes (alto risco de liquidação) para pagar compromissos de dívida.

Em nível macroeconômico, a fragilidade financeira pode ser amplamente definida como a possibilidade de problemas financeiros gerarem grandes perturbações

nos sistemas financeiros (instabilidade financeira) que, em última análise, se manifestam na forma de liquidação de ativos. A liquidação de ativos é uma situação econômica em que as unidades econômicas endividadas tentam desesperadamente pagar suas dívidas vendendo muitos ativos de uma só vez, resultando em uma queda acentuada nos preços dos ativos, e, assim, aumentando a dificuldade em obter fundos suficientes para pagar as dívidas, levando a mais vendas forçadas. As grandes quedas nos preços dos ativos afetam negativamente o patrimônio líquido de unidades econômicas que, de outra forma, seriam sólidas e, portanto, podem se propagar para setores econômicos que não estavam anteriormente em dificuldades. A fragilidade financeira pode ser definida como a propensão de problemas financeiros gerarem uma liquidação de ativos.

De acordo com Hyman Minsky, existem três graus diferentes de fragilidade financeira quando as unidades econômicas estão endividadas: financiamento *hedge*, financiamento especulativo e financiamento *Ponzi*. Financiamento *hedge* significa que se espera que uma unidade econômica seja capaz de cumprir seus compromissos de passivo com o fluxo de caixa líquido gerado por suas operações econômicas rotineiras (emprego para a maioria dos indivíduos, produção para as empresas) e saldos monetários. Mesmo que o endividamento seja alto, as reservas de caixa e os ativos líquidos geralmente estão disponíveis em quantidade suficiente para fornecer uma proteção contra problemas imprevistos. Financiamento especulativo significa que as fontes rotineiras de fluxo de caixa líquido e os saldos monetários são esperados altos o suficiente para pagar o componente de renda (juros, dividendos, anuidades, etc.), mas baixos para pagar o componente de capital (principal da dívida, chamadas de



margem, saques em dinheiro e pagamentos de seguros, etc.) dos passivos. Como consequência, a unidade com posição especulativa precisa tomar empréstimos ou vender alguns ativos menos líquidos para pagar os compromissos de passivo.

O financiamento *Ponzi* significa que não se espera que uma unidade econômica gere fluxo de caixa líquido suficiente de suas operações econômicas rotineiras, ou que tenha ativos líquidos suficientes que possam ser convertidos em dinheiro para pagar o principal e o serviço devidos em contratos financeiros vincendos. Como consequência, o financiamento *Ponzi* envolve a expectativa de tomar empréstimos e/ou vender ativos não monetários para pagar os juros e principal da dívida dos primeiros credores. No nível microeconômico, uma unidade econômica que usa financiamento *Ponzi* para financiar suas posições de ativos é altamente frágil financeiramente. Em nível macroeconômico, se as principais unidades econômicas responsáveis pelo crescimento da economia estiverem envolvidas em esquemas *Ponzi*, o sistema econômico fica altamente suscetível ao processo de liquidação de ativos.

A diferença entre as condições de fragilidade financeira das unidades econômicas ou da economia como um todo não é quantitativa, mas qualitativa. Mais especificamente, tanto maior será a fragilidade de

uma posição financeira à medida em que a unidade precisa recorrer mais a empréstimos (refinanciamento) e/ou realizar venda de ativos (liquidação) para cumprir os compromissos financeiros.

As fontes de obtenção de caixa para além das fontes internas (operacionais) da unidade também variam em sua segurança. A fonte mais segura para a obtenção de fundos compensatórios de caixa são os canais de refinanciamento do Banco Central (se o governo for monetariamente soberano), linhas de crédito contratuais de longo prazo e ativos altamente líquidos e livres de custos de transação. As fontes menos confiáveis para a formação de posições são ativos ilíquidos e linhas de crédito contingentes de curto prazo.

No primeiro caso, os ativos são difíceis de vender e, no segundo caso, as linhas de crédito podem não estar disponíveis ao custo adequado quando necessárias.

Para posições *hedge* não se espera déficits de caixa que necessitem de financiamento externo; se ocorrer, a fonte para compensá-lo é altamente confiável. Governos monetariamente soberanos são sempre unidades *hedge* na medida em que emitem sua própria moeda para financiar seus gastos. As atividades tradicionais de bancos comerciais são tipicamente um financiamento especulativo ao exigirem a rolagem de dívidas pendentes e/ou a liquidação de ativos a um determinado preço. O modelo de negócio dos bancos tipicamente envolve o financiamento de ativos de longo prazo com fontes de fundos de curto prazo e, portanto, requer acesso constante a fontes confiáveis de refinanciamento para funcionar adequadamente. Já o financiamento *Ponzi* depende de um crescimento esperado de empréstimos de refinanciamento e/ou de uma liquidação total esperada de posições de ativos a preços de ativos crescentes para cumprir os compromissos de dívida (juros e principal) de contratos financeiros pendentes. Unidades *Ponzi* não possuem fontes seguras de financiamento e carregam ativos financeiros altamente dependentes de preços crescentes.

O financiamento *Ponzi* é insustentável pois, para persistir, requer um crescimento



Charles Ponzi

exponencial de aportes financeiros, o que não é possível porque, em última instância, há um número limitado de agentes econômicos que podem ou querem participar. O esquema *Ponzi* cria uma forte pressão para o cumprimento das obrigações, pois os credores devem ser pagos (para evitar custos legais, de reputação e financeiros imediatos), o que incentiva fortemente os devedores a assumirem mais riscos e, potencialmente, a envolverem-se em fraudes para ocultar riscos, dívidas e perdas, na esperança de que a sorte sorria e resolva os compromissos financeiros.

Resumidamente, podemos sintetizar as posturas financeiras de maior fragilidade, posturas *Ponzi*, não meramente como alavancadas ou fraudulentas, mas por adotarem uma postura financeira altamente dependente de preços crescentes de ativos e fontes inseguras de refinanciamento. Nos mais perigosos esquemas *Ponzi*, tipo pirâmides, o processo está fadado ao colapso ou uma reestruturação generalizada dos compromissos financeiros. Por não ser sustentável, o esquema *Ponzi* invariavelmente recorre a mais alavancagem junto a investidores em menor condição de avaliar riscos ou à fraude diretamente, na esperança de comprar tempo até que as condições de manutenção do esquema sejam restauradas.

Posturas financeiras frágeis como as reveladas no Banco Master se desenvolvem também pela lassidão regulatória ou da supervisão. No contexto neoliberal de desresponsabilização da regulação pública em benefício da “autorregulação” privada, o sucesso inicial das atividades *Ponzi*, assim como as relações políticas reveladas, diminuem ou enfraquecem a atuação dos órgãos reguladores, especialmente quando esses órgãos estão capturados pela ideologia da autorregulação e regulação mínima. Essa tendência será ainda mais forte se as instituições financeiras, com poder de influência e posições-chave nos governos, puderem impedir a implementação de regras para conter efetivamente o crescimento da fragilidade financeira.

** É professor titular do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas da Universidade Federal do Paraná e diretor presidente do Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD).*



Twin Peaks no Brasil: por que o contexto institucional importa mais do que o modelo

Camila Villard Duran*
Larissa Naves de Deus Dornelas**

■ Em meio a incontáveis novos capítulos envolvendo o caso do Banco Master, o debate sobre a reorganização da arquitetura de supervisão financeira no Brasil ganhou novo fôlego, especialmente com a discussão sobre a possível adoção do modelo conhecido como *Twin Peaks* (LEWGOY, 2025). Sistematizado por Michael Taylor no estudo *“Twin Peaks”: A Regulatory Structure for a New Century* (1995), o modelo já foi adotado, com variações, por países como Reino Unido, Austrália, Holanda, Bélgica e África do Sul. Em sua concepção original, propõe dois reguladores principais para o mercado financeiro, sendo um deles responsável pela manutenção da estabilidade do sistema financeiro (regulador prudencial) e outro responsável pela proteção de investidores e consumidores (regulador de condutas). No entanto, como frequentemente ocorre em reformas institucionais, a pergunta central não é se o modelo funciona – mas em qual contexto institucional específico ele funciona.

O ponto de partida para o desenho dessa política pública deve ser o próprio diagnóstico do sistema financeiro brasileiro. O país tem um sistema robusto e sofisticado, marcado pela presença de grandes conglomerados financeiros e por uma estrutura regulatória relativamente bem definida, ainda que predominantemente setorial (ASA – CVM, 2026). Atualmente, o Banco Central (BC), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (Susep) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) desempenham as funções

de regulação em seus referidos mercados, cobrindo ao mesmo tempo a regulação prudencial e de conduta. A especialização da regulação é organizada, portanto, a partir da natureza das operações e das instituições reguladas.

Ao mesmo tempo, essa estrutura é acompanhada por desafios persistentes de coordenação entre reguladores e lacunas na supervisão de riscos sistêmicos, frequentemente apontadas em avaliações institucionais. O Fundo Monetário Internacional (FMI, 2025), por exemplo, reconhece avanços importantes na capacidade institucional brasileira, mas também enfatiza a necessidade de fortalecer a coordenação regulatória, a autonomia das autoridades e os recursos disponíveis para supervisão. A recomendação de reforçar a capacidade de órgãos como a CVM e a Susep evidencia um ponto crucial: antes de redesenhar a arquitetura, é preciso garantir que as instituições existentes tenham condições de operar plenamente.

Essa tensão entre reforma estrutural e fortalecimento institucional não é exclusiva do Brasil. A literatura internacional (Carmichael, 2004) indica que não existe um modelo único de arquitetura regulatória aplicável universalmente, sendo a escolha condicionada por fatores jurídicos, institucionais, históricos e de política econômica próprios de cada país (CALVO, et al, 2018). Na prática, os países adotam versões distintas e híbridas de modelos como o *Twin Peaks*, refletindo *trade-offs* entre coordenação e conflitos de objetivos, bem como trajetórias nacionais específicas. Mesmo em casos frequentemente citados como *benchmarks*, como Austrália, Países Baixos ou



Camila Villard Duran





Larissa Naves de Deus Dornelas

Reino Unido, a arquitetura regulatória foi progressivamente ajustada ao longo do tempo, em resposta a crises e transformações do sistema financeiro.

O debate público sobre o tema no Brasil tem ignorado pontos centrais, como o fato do *Twin Peaks* não ser um modelo em si, mas uma família de modelos. E, mais importante, sua implementação envolve custos institucionais significativos, o que implica dificuldades de operacionalizar a reforma da supervisão financeira.

No caso brasileiro, esses custos podem ser particularmente relevantes. Estudo recente da CVM sobre a implementação do *Twin Peaks* no país aponta que reguladores já enfrentam limitações relevantes de recursos humanos, orçamentários e tecnológicos (ASA – CVM, 2026). A introdução de nova estrutura institucional exigiria não apenas reorganização formal, mas também capacidade de adaptação organizacional – algo que depende diretamente da disponibilidade de recursos e flexibilidade institucional.

Além disso, há desafios relacionados à coordenação interinstitucional. O Brasil já dispõe de mecanismos formais de cooperação entre reguladores, como acordos bilaterais e instâncias como o Coremec (BC, 2026). No entanto, a efetividade des-

ses mecanismos institucionais tem sido questionada, seja pela baixa frequência de atuação, seja pela ausência de diretrizes transparentes e operacionais. Isso sugere que o problema pode não estar necessariamente na arquitetura formal, mas na governança prática dessa coordenação.

Diante desse cenário, a adoção do *Twin Peaks* não deve ser encarada como uma solução automática para problemas estruturais. Ao contrário, há risco de que uma reforma dessa magnitude amplifique fragilidades existentes, especialmente se implementada sem o devido alinhamento institucional e sem recursos necessários. Ao mesmo tempo, seria equivocado descartar o modelo como irrelevante para o Brasil. O *Twin Peaks* pode trazer contribuições importantes, sobretudo ao enfatizar a necessidade de separar objetivos e atribuições regulatórias – estabilidade financeira e proteção do consumidor – e de fortalecer a supervisão macroprudencial. Esses elementos são particularmente relevantes em um contexto de crescente complexidade financeira, marcado pela expansão de *fin-techs*, novos instrumentos financeiros e maior integração entre mercados.

O próprio FMI sublinha que a eficácia da supervisão financeira depende de uma clara definição de mandatos, adequada alocação de funções e mecanismos robustos de coordenação entre autoridades, elementos essenciais para lidar com riscos sistêmicos e evitar falhas de supervisão (FMI, 2025). Nesse sentido, a experiência internacional sugere que o debate sobre o *Twin Peaks* deve deslocar-se de uma lógica binária (“adotar ou não”) para uma questão mais pragmática: como ajustar progressivamente a arquitetura existente para melhorar coordenação, coerência e capacidade de resposta, reforçando a adaptabilidade institucional.

A evidência pós-crise de 2008 mostra que a maioria dos países optou por ajustes incrementais em seus modelos de supervisão, frequentemente consistindo em um afastamento do modelo setorial e na adoção de arranjos mais integrados, com

a consolidação de competências em um número menor de autoridades. Essa evolução reflete um *trade-off* central: embora maior integração – muitas vezes envolvendo bancos centrais – possa gerar ganhos de coordenação e capacidade de gestão de crises, ela também levanta riscos de conflitos de objetivos e concentração de poder, exigindo calibragem institucional cuidadosa.

A questão central, portanto, não é substituir esse arranjo, mas avaliar cuidadosamente como aprimorá-lo, seja por meio de ajustes institucionais, fortalecimento de capacidades ou eventual reconfiguração de competências. Em última análise, o debate sobre o *Twin Peaks* revela algo mais profundo: a necessidade de alinhar reformas regulatórias com a realidade institucional de cada país. Modelos importados podem oferecer inspiração, mas não substituem análise contextualizada, conhecimento técnico e compreensão das dinâmicas locais.

Se há uma lição a extrair das experiências internacionais, é a de que a qualidade da arquitetura regulatória não depende apenas de seu desenho formal, mas de sua capacidade de funcionar na prática. E isso, inevitavelmente, passa por escolhas informadas, diagnósticos precisos e desenho institucional cuidadoso. É precisamente nesse espaço – entre teoria e prática, entre modelo e contexto – que se definem as reformas institucionais mais relevantes.

Discussão semelhante permeia a PEC 65/2023, que pretende dar autonomia financeira ao BC (SENADO FEDERAL, 2026). Com a justificativa de que o órgão necessita de autonomia orçamentária e financeira, a proposta sugere a adoção do modelo de empresa pública para o BC, com a justificativa retórica de estar alinhando o país a práticas internacionais – ainda que a adoção de regime jurídico de direito privado não esteja entre essas práticas. A proposta ignora as próprias funções de Estado da autoridade monetária, assim como especificidades do contexto institucional brasileiro nessa seara, tais como

seu mercado de dívida pública fundido com o mercado monetário e o peso elevadíssimo das operações compromissadas na gestão da liquidez de sua moeda.

Tanto no caso da proposta de autonomia financeira ao BC, quanto no caso específico da reforma da supervisão financeira no Brasil, os debates parecem sugerir o mesmo caminho: pouco se discute o teor das propostas diante das peculiaridades institucionais e de política econômica no país. Em seu lugar, a discussão centra-se na seara orçamentária, com viés de escolha binária. Vale, contudo, resgatar os ensinamentos de Keynes e dos velhos institucionalistas: as instituições importam e as especificidades de cada país moldam sua operacionalidade.

* É doutora em Direito pela USP, professora associada de Direito da ESSCA School of Management, França, e cofundadora e diretora do Instituto Mulheres na Regulação.

** É doutora em Economia pela UFU e professora do Departamento de Economia, do Programa Profissional de Pós-graduação em Economia e do Programa de Pós-graduação em Políticas Públicas da Universidade Federal do Paraná (UFPR).

Referências

ASA - CVM. (2026). *TWIN PEAKS – DESAFIOS PARA SUA IMPLEMENTAÇÃO NO BRASIL*. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/twin-peaks_2026-01_asa.pdf

BCB. (2026). *Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec)*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/coremec>

CALVO, D. et al. (2018). *FSI Insights on policy implementation No 8 Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?* Abril (2018). Disponível em: <https://www.bis.org/fsi/publ/insights8.pdf>

Carmichael, Jeffrey; Fleming, Alexander; Llewellyn, David. Carmichael, Jeffrey; Fleming, Alexander; Llewellyn, David, editors. 2004. *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*. WBI Learning Resources. World Bank. Disponível



em: <http://hdl.handle.net/10986/14876>
FMI. (2025). Brazil – Article IV Consultation – Press release; staff report; and statement by the executive director for Brazil. *IMF Staff Country Reports 2025*, 194 (2025). Disponível em: <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2025/07/16/brazil-2025-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-568678>

LEWGOY, J. (2025). Fazenda volta a defender modelo de 'super-regulador' no mercado após crises recentes. *Valor Investe*, 11 de setembro de 2025. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/brasil-e-politica/noticia/2025/09/11/fazenda-volta-a-defender-modelo-de-super-regulador-no-mercado-apos-criSES-recentes.ghtml>

TAYLOR, Michael. (1995). *"Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century*. Centre for the study of financial innovation, 1995.

Senado Federal. (2026). *Proposta de Emenda à Constituição nº65 de 2023*. Senado Federal: Brasília. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/161269>



Contribuição para uma reforma do sistema financeiro

Diogo Santos*

Introdução

Os eventos recentes relacionando empresas do sistema financeiro a possíveis fraudes e falta de controles quanto à intermediação de recursos de atividades ilegais traz a necessidade de se aprimorar a regulação e fiscalização do sistema e a governança do regulador. Contudo, é pertinente utilizar a oportunidade para discutir também a necessária reforma do sistema financeiro no Brasil. É preciso desnaturalizar o estado de coisas da questão financeira e do crédito no país. Não é natural que alguns poucos bancos imponham uma enorme transferência de renda a seu favor por meio de *spreads* bancários entre os mais altos do mundo¹. Não é natural que a parcela do crédito total destinada às empresas tenha se tornado crescentemente menor que a parcela destinada às famílias², o que significa uma opção dos bancos pelo endividamento das famílias, com taxas de juros mais altas, e uma forte restrição de crédito às empresas, prejudicando o desenvolvimento do país. Não é natural que o estoque de crédito às empresas não financeiras como proporção do PIB seja expressivamente baixo para os padrões internacionais³. Soma-se a esse quadro um arranjo de financiamento via bancos públicos de desenvolvimento relevante, mas a quem das necessidades e urgências do país e um mercado de capitais que, em geral, trata o país como plataforma segura para especulação. Dada a centralidade do financiamento para o desenvolvimento econômico, o que é provado pelas experiências mundo afora⁴, e dados os desafios da transformação produtiva do Brasil, não se deve mais retardar a discussão sobre a construção de um sistema financeiro a serviço do país.



O sentido geral da reforma necessária do sistema financeiro é criar um sistema de coordenação pública do financiamento para, conseqüentemente, coordenar o investimento e, assim, o desenvolvimento. Na história de desenvolvimento dos países, a coordenação pública do crédito e o controle dos fluxos nos mercados de capitais foi uma condição indispensável para o sucesso das estratégias de industrialização. Com exceção da Inglaterra, não houve um único país em que o setor financeiro privado conseguiu financiar adequadamente a transformação produtiva. O Estado necessariamente teve que assumir amplamente a responsabilidade de coordenar os fluxos de crédito.

Na história do Brasil, foram criadas instituições como o BNDES e o extinto BNH para suprir parte das necessidades de financiamento da industrialização. Contudo, o país esteve longe de possuir uma coordenação pública do setor financeiro, como teve, por exemplo, a Coreia do Sul, ou mesmo a França e o Japão. Ao longo dessa história, os governos brasileiros optaram por aumentar o poder privado sobre os fluxos de crédito, desde as reformas pós-golpe de 1964, até as privatizações de bancos públicos e a liberalização do mercado de capitais e dos fluxos financeiros internacionais nos anos 1990 e depois. Foi assim construído um poderoso setor financeiro privado, porém não se resolveu a questão do financiamento do desenvolvimento. A seguir, trazemos contribuições para colocar esse debate em circulação.

Regime de política monetária pró-desenvolvimento

Há um ciclo vicioso entre o regime de política monetária e a dificuldade de se realizar a modernização produtiva do país. Para controlar a inflação estruturalmente, é preciso ele-



var a produtividade por meio do investimento em máquinas e tecnologias mais modernas e da ampliação da infraestrutura. Para isso, é preciso crescer de modo consistente por um período longo para que a expectativa de demanda induza o investimento. Contudo, como a taxa de juros não surte o efeito esperado de reduzir a inflação⁵, em caso de qualquer pressão inflacionária o BC eleva muito a Selic. Mas a inflação não cede e a taxa Selic é mantida elevada por muito tempo. Com isso, se impede que o investimento cresça, porque encarece o crédito, aumenta as despesas financeiras das empresas, exigindo uma taxa de lucro mais alta, e deprime as expectativas de demanda. Sem elevação do investimento, não há a modernização da estrutura produtiva, necessária para reduzir a inflação estruturalmente.

Portanto, o atual regime de política monetária somente faz sentido em países com setor industrial e de serviços modernos profundos, que são mais sensíveis à taxa de juros, e com um sistema financeiro mais funcional, que faz com que a política monetária seja menos ineficiente. No Brasil, o regime de política monetária precisa considerar as particularidades estruturais e as necessidades de transformação produtiva. Nessa direção, o regime deveria 1) tratar a inflação com medidas ajustadas a cada tipo de foco inflacionário⁶, inclusive medidas fiscais, não com um único remédio como ocorre hoje; 2) considerar o crescimento, o pleno emprego e a estabilidade de preços com a mesma prioridade; 3) mobilizar mais ativamente outros instrumentos do BC, como compulsório e administração da taxa de câmbio; 4) refinar o controle do crédito com a utilização de outros instrumentos, como aumento e redução de IOF; 5) devolver o BC ao controle pleno do poder eleito para contrabalancear o poder estrutural dos agentes privados; e 6) ampliar o tempo de quarentena para ex-diretores do BC assumirem cargos no setor privado para quatro anos.

Sistema público de financiamento da transformação produtiva

Além de adequar o regime de política monetária, é necessário dar maior centralidade aos bancos públicos de desenvolvimento

e similares para que o fluxo de crédito chegue aos setores e regiões necessários para a transformação produtiva. O direcionamento de crédito por meio de bancos de desenvolvimento sempre foi imprescindível na história dos países que tiveram sucesso na sua transformação produtiva. No Brasil, os bancos subnacionais de desenvolvimentos estão subutilizados. O BNDES, por sua vez, teve diminuída sua capacidade de coordenar o investimento por meio do crédito devido, entre outras coisas, ao fim da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pelo governo Temer. Portanto, no Brasil essa peça-chave para impulsionar o desenvolvimento precisa ser recuperada e aprimorada. É, assim, parte fundamental da reforma do sistema financeiro.

Para esse objetivo deve-se ampliar a robustez do Sistema Nacional de Fomento (SNF)⁷, tornando-o um agente coordenador do financiamento público da transformação produtiva, tendo como espinha dorsal os bancos de desenvolvimento (BNDES, Bndes, BDMG, BRDE, Basa, Banco do Nordeste), em articulação com outros bancos públicos que cumprem parte das funções de banco de desenvolvimento (em especial, Banpará, BRB, Banestes, Banese e Banrisul) e a Finep. Esse sistema deve garantir o volume e as condições de financiamento necessárias aos investimentos estratégicos do país. Esses bancos devem ser capitalizados com recursos públicos, mas também devem ser catalisadores de recursos privados (discutido mais adiante), direcionando a riqueza financeira para o financiamento do desenvolvimento. Tributos sobre exploração de recursos não renováveis, como petróleo e minérios, ou revogação de benefícios fiscais ineficazes a setores específicos podem servir de novas fontes de recursos para esse sistema.

É fundamental que essas instituições atuem coordenadamente e com papéis definidos, para impulsionar seus impactos. Para isso, como instrumento, o sistema deve estar orientado por uma política nacional de transformação produtiva com seus desdobramentos regionais. Na questão regional, em particular, os fundos de desenvolvimento regionais do Nordeste (FDNE), do Centro-Oeste (FDCO) e da Amazônia (FDA) devem

conceder mais prioridade, refletidas nas condições financeiras de seus empréstimos, para a industrialização das respectivas regiões. Por fim, o BNDES, elemento central desse sistema, deve ter sua capacidade de ação recuperada estruturalmente, com a volta da aplicação de taxas de juros abaixo do mercado em maior escala, com foco nos desafios da política de transformação produtiva, e com o fim da obrigatoriedade de pagamento mínimo de dividendos ao Tesouro (como ocorre em outros bancos de desenvolvimento pelo mundo), destinando seu lucro integralmente para novos financiamentos.

A disputa pelo controle dos minerais críticos e estratégicos do Brasil demonstra a urgente necessidade de o país ter condições de financiamento adequadas. O principal instrumento mobilizado por outros países para terem acesso aos minerais brasileiros é exatamente o financiamento de empresas locais. O governo dos EUA criou um grande fundo de 10 bilhões de dólares para estruturar o setor de minerais críticos e estratégicos⁸. Entre as regras previstas nesse fundo está a proibição de participação acionária de China e Rússia nas empresas apoiadas em outros países. A empresa Serra Verde, que opera no Brasil na produção de terras raras, acessou financiamento de 3 bilhões de reais do governo norte-americano e em troca há garantia de venda da produção para os EUA e participação acionária do governo norte-americano na empresa⁹. Portanto, financiamento público nacional é arma para defesa da soberania.

Mercado de capitais com coordenação pública

O mercado de ações no Brasil possui entre suas características principais a concentração em poucas e grandes empresas, baixa relevância como alavanca de financiamento do setor industrial, alta dependência de aplicações de estrangeiros e alta volatilidade. Suas características fazem da bolsa de valores um mecanismo de pressão sobre a política econômica para proteger práticas especulativas. No mercado de dívidas corporativas, nesta década – em decorrência de incentivos fiscais, privatizações e concessões – houve um aumento



de mobilização de recursos privados no setor de infraestrutura, mas não ocorreu mudança substancial do padrão desse mercado¹⁰.

Quanto aos fundos de investimento, estes são fortemente dependentes de operações com títulos públicos. A participação de títulos públicos federais mais operações compromissadas lastreadas nesses títulos e outros de renda fixa, representa de cerca de dois terços (64,9%) do patrimônio líquido dos fundos (Anbima). Aplicação em ações representava menos de 9%. Ou seja, o setor de fundos possui grande interesse e é fortemente dependente da rentabilidade dos títulos públicos, o que torna esse segmento do mercado de capitais particularmente inclinado a pressionar por manutenção da taxa Selic em patamares elevados, ao mesmo tempo que possui baixa relação com o financiamento produtivo.

Para direcionar o mercado de capitais para os desafios do país, é preciso superar a situação de completa privatização de sua condução. Não se trata de negar sua importância, mas de inseri-lo entre as instituições que não podem estar alheias a esses desafios. Para isso, é inescapável realizar ampla regulação do fluxo de capitais para reduzir a especulação na bolsa brasileira por parte dos agentes estrangeiros, mas também domésticos, para proteger a moeda, as empresas nacionais negociadas na bolsa e diminuir efeitos difusos negativos sobre a economia.

No mercado de fundos, deve-se criar, via sistema nacional de financiamento do desenvolvimento, fundos de investimento em empresas com focos em áreas prioritárias para a transformação produtiva e abri-los para a participação de gestoras privadas de fundos, para assim direcionar mais recursos para o circuito produtivo¹¹. Um caminho é ampliar a presença dos fundos públicos de previdência nesses fundos de investimento coordenados pelos bancos de desenvolvimento, respeitando, naturalmente, os limites prudenciais. Por fim, deve-se ampliar a participação acionária dos bancos de desenvolvimento em empresas promissoras em setores de fronteira tecnológica, de modo a também atrair capital privado para essas empresas.

Vale lembrar que, durante a Constituinte de 1988, ocorreram discussões ricas sobre



como colocar o sistema financeiro a serviço do desenvolvimento nacional¹². Participaram da discussão grandes nomes do Pensamento Social Brasileiro, como Ignácio Rangel, Celso Furtado, Carlos Lessa e outros. Pouco dessa discussão entrou no texto final e o que entrou foi quase integralmente revogado pela Emenda Constitucional nº 40/2003. Apesar disso, a Constituição ainda prevê um sistema financeiro nacional “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem” (CF, Art. 192). Estamos longe disso, mas perseguir essa direção é crucial para o futuro do país.

* É doutor em Economia pela UFMG.

1 Dados do Banco Mundial mostram que o spread bancário (taxa de empréstimo menos taxa de depósito) em 2023 no Brasil foi de 31,5%. Para o conjunto de países de renda média, o spread foi em média 5,7%.

2 Saldo da carteira de crédito em jan/2026: PJ, 2.654.860 milhões; PF, 4.460.716 milhões. O ponto de virada foi em novembro de 2016. Fonte: Sistema de séries temporais do Banco Central.

3 Segundo dados do BIS, no Brasil o estoque de crédito às empresas não financeiras equivale à cerca de 55% do PIB. Para os países emergentes e para o G20 a média está em torno de 90% do PIB. Na China está em torno de 140% do PIB.

4 Para uma referência clássica sobre o papel da coordenação do crédito na modernização industrial

pós-II GM, ver Zysman (1983). Sobre a coordenação do crédito para a industrialização na China, ver Lan (2024, cap. 4).

5 Sobre os efeitos limitados da elevação da taxa Selic sobre a inflação, ver: Ribeiro e coautores. Transmissão Assimétrica da Política Monetária sobre a Inflação por Grupos do IPCA: Uma Análise Empírica, https://madeusp.com.br/wp-content/uploads/2024/09/WP24-transmissao_assimetrica.pdf

6 Isso remete à questão dos setores que difundem mais fortemente o aumento de preços pela economia. Ver: Weber e coautores. Inflation in times of overlapping emergencies: Systemically significant prices from an input-output perspective, <https://doi.org/10.1093/icc/dtad080>.

7 Para uma análise comparada de SNFs no mundo ver: ALÉM e coautores. Sistemas nacionais de fomento: experiências comparadas, <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/14021>

8 Ver: <https://exim.gov/news/project-vault>

9 <https://www.serraverde.com/2026/02/serra-verde-secures-us565-million-financing-from-us-international-development-finance-corporation/#:~:text=Serra%20Verde%20Group%20%28%E2%80%9C%20Verde%E2%80%9D%20or%E2%80%9Cthe%20Company%E2%80%9D%29%2C,acquire%20a%20minority%20equity%20stake%20in%20Serra%20Verde.>
10 BARBOZA e coautores. O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil.

11 Uma inspiração relevante são os Industry Guidance Funds da China (Lan, 2024, cap. 4).

12 Ver: https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/legislacao/Constituicoes_Brasileiras/constituicao-cidada/o-processo-constituente/comissoes-e-subcomissoes/comissao5/subcomissao5c

Sobre a continuidade da dominância do dólar

Andrés Ferrari Haines*
Alessandro Donadio Miebach*

■ “O dólar é a moeda preferida dos investidores durante grandes crises econômicas, sendo considerado um porto seguro”, expressava o CRS (*Congressional Research Service* – Serviço de Pesquisa do Congresso) dos Estados Unidos no seu informe de dezembro de 2020, intitulado “O dólar americano como moeda de reserva dominante no mundo”, dando como exemplos que os investidores no mundo buscaram dólares americanos, esperando que o dólar mantivesse seu valor, durante a crise financeira global de 2008-2009 e em meio à turbulência econômica associada à pandemia da doença do coronavírus.

Assim, a análise do CRS aponta corretamente que, em momentos de grave crise, se comprova qual é a moeda dominante no mundo. Dos casos mencionados, a crise de 2008-09 é particularmente significativa porque se originou nos próprios EUA, sobretudo pela leniência das autoridades monetárias do país em viabilizar e facilitar práticas financeiras de alto risco. Contudo, com a crise deflagrada e espalhada por grande parte do mundo, foi a moeda desse mesmo país que foi procurada como garantia de preservação da riqueza financeira.

Como esse arranjo monetário se estruturou?

O dólar começou a construir seu poderio global com base em empréstimos aos europeus durante e após a Primeira Guerra Mundial, quando passaram a precisar obter a moeda estadunidense para cumprir suas obrigações financeiras. Isto se repetiu após a Segunda Guerra Mundial, entretanto, neste caso, em articula-

ção com o Plano Marshall, que ofereceu liquidez em dólares para a reconstrução europeia. Globalmente, as instituições do Bretton Woods, o FMI e o Banco Mundial contribuíram para a disseminação da liderança do dólar no então chamado Terceiro Mundo. Durante a última guerra mundial, os EUA ofereceram à União Soviética ajuda da mesma forma que aos ingleses, mas Stalin a rejeitou. Assim, só seria após a queda da URSS e os planos de terapia de choque para a economia de mercado que o dólar se expandiria nessa região.

Durante o pós-guerra, houve um primeiro período em que a emissão de dólares estava formalmente condicionada à conversibilidade em ouro. Contudo, na prática, os EUA passaram a aumentar de forma crescente a emissão de dólares, passando por cima desse limite – o que derivou no famoso Dilema do Triffin: ou os EUA ajustavam essa emissão e sofriam efeitos econômicos negativos, ou desvalorizavam o dólar em relação ao ouro e às demais moedas, gerando perda de confiança global.

A saída do dilema foi a famosa decisão do Nixon, em 1971, de acabar diretamente com qualquer restrição à emissão de dólares e ampliar ao máximo seu uso global. Assim, os EUA abriram sua economia e, fundamentalmente, seu setor financeiro, e passaram a pressionar os demais países a fazer o mesmo, estimulando os movimentos livres de capitais especulativos de curto prazo – basicamente vedados até então.

Em 1965, o então ministro de economia francês Giscard d’Estaing qualificou a falta de respeito dos EUA pelos limites da conversibilidade do dólar em ouro na famosa expressão de ter “um privilégio exorbitante” porque não se tinham que



Andrés Ferrari Haines



Alessandro Donadio Miebach



efetuar ajustes econômicos, em geral recessivos, como as demais economias. Com efeito, ao longo do pós-guerra, os EUA fizeram uso do expediente do dólar para financiar seus crescentes gastos, fechando, assim, suas contas externas. Isso se tornou mais importante à medida que sua economia perdia competitividade e seu saldo comercial ia desaparecendo.

Mas esses gastos foram, fundamentalmente, vinculados às guerras e ao poderio militar dos EUA, incluindo a produção de armamentos e a manutenção de uma rede global de bases militares. Assim, na passagem ao dólar sem lastro, os EUA fizeram uso desse poder ao pressionar outros países para que adotassem as medidas que desejavam.

Ao abrir seu setor financeiro, os EUA tornaram o dólar acessível a mais mercados e agentes no mundo, sem precisarem se comprometer com restrições. Muitos analistas, ademais, consideram fundamental a relação com países produtores de petróleo, ao criar os “petrodólares”, dado que um recurso essencial nas economias modernas passou a ser denominado em dólares.

Questões sobre o dólar global

Ao colocar o dólar em posição de liderança global absoluta, os EUA fortaleceram a valorização dos ativos denominados em dólares, gerando impactos negativos sobre sua economia interna, uma vez que a rentabilidade doméstica de alguns setores foi paulatinamente comprometida. Indústrias foram saindo do país para se espalhar por economias de regiões mais pobres, que ofereciam a possibilidade de pagar salários menores e menos impostos, ao mesmo tempo em que disseminavam avanços tecnológicos apropriáveis por potenciais competidores futuros.

No citado informe do CRS, mencionase como o *Federal Reserve*, o Banco Central dos EUA, atua globalmente, de forma massiva, aumentando a liquidez da moeda estadunidense para preservar os valores de ativos denominados em dólares. Os

desdobramentos destas ações implicam efeitos deletérios sobre as condições de vida da maior parte da população do país.

Observações recentes sobre dados econômicos e sociais dos EUA indicam um aumento brutal dos níveis de pobreza no país e a perda de liderança comercial e até tecnológica-industrial em relação à China. Isto, combinado com um cenário geopolítico de maior turbulência, tem alterado algumas percepções sobre a moeda estadunidense. Há um número crescente de analistas que pressagiam a perda do papel do dólar como moeda dominante no mundo.

Está claro que, se a confiança global de uma moeda dependesse fundamentalmente dos comportamentos adequados à cartilha dos manuais de Economia das autoridades monetárias do país, ou da robustez dos seus dados econômicos, o dólar dos EUA teria deixado de ser a moeda dominante no mundo há muitos anos. Com déficits fiscais e comerciais externos gigantes, praticamente permanentes no último meio século, e uma dívida pública que já supera os US\$ 39 trilhões (cerca de um terço do PIB global), o uso internacional do dólar como unidade de conta e reserva de valor teria sido abandonado há algum tempo.

Ao mesmo tempo, reverses geopolíticos ou militares não foram razões diretas para pressupor uma crise global do dólar no passado. Vale lembrar que os EUA já sofreram derrotas significativas de diversos tipos sem que a sua moeda deixasse de ser a de referência global – entre as mais notáveis, estão as guerras do Vietnã, da Coreia, do Iraque, do Afeganistão e a revolução islâmica no Irã. Econômica e politicamente, ocorreram grandes contestações na pós-guerra com a agrupação dos não-alinhados e as crises do petróleo dos anos 1970. Nessa época, a fortaleza da economia estadunidense passou a ser contestada pela pujança econômica alemã e japonesa, o que fez com que muitos analistas os apontassem como próximos candidatos a *hegemon*. Inclusive, renomados economistas nos próprios EUA da época, como Paul Sa-

muelson, chegaram a considerar o modelo de planificação soviético superior ao de economia de mercado.

O domínio global do dólar, uma questão de poder

Evidentemente, nada disso significa que novos reverses e contestações não possam abalar a fortaleza dos EUA. Mas isso não responde à questão do que determina que uma moeda nacional seja a de referência internacional. Análises em voga nesta conjuntura de que países importantes na economia global, como China, Rússia, países da Ásia Ocidental e dos Brics, estejam analisando e até implementando mecanismos de pagamentos mútuos em suas próprias moedas ou, inclusive, avançando na criação de uma moeda nova entre eles, para deixar de lado o uso do dólar, não são suficientes para abalar a posição global da moeda dos EUA.

Do ponto de vista econômico, trata-se de formas de melhorar a situação desses países, como, por exemplo, o desenvolvimento de novos setores produtivos. Mas não afetam o lugar do dólar como unidade de medida de valor no nível global. E o que está detrás do dólar é a capacidade do seu emissor – o Estado dos EUA – de se impor sobre os outros com base em seu poderio.

O crescimento exponencial da dívida pública dos EUA na última década reforçou a valorização dos ativos em dólares e viabilizou gastos militares. Isso implica que uma eventual perda do poder global do dólar impactaria a capacidade de sustentação do poder militar dos EUA. Cabe questionar se essa elite iria tolerar a desvalorização de seus ativos avaliados em bilhões de dólares sem recorrer à opção bélica.

Deve-se registrar que a elite estadunidense sempre foi plenamente consciente do poder global que o dólar lhes concede e assim o tem utilizado. Após sair da conversibilidade com o ouro em 1971, o então secretário do Tesouro dos Estados Unidos, John Connally, disse aos europeus em choque que o dólar era “nossa moeda e o problema de vocês”. Foi com o dólar que os EUA geraram instabilidade econômica e a



recessão global que levou aliados e outros a aceitarem seus desejos – celebradamente exemplificados pelos acordos Plaza (1985) e Louvre (1987).

É pelo alcance global do circuito financeiro do dólar que os EUA aplicam sanções sobre outros países que causam mais mortes do que suas guerras diretas. Um estudo publicado em *The Lancet* em outubro passado estimou em 38 milhões o número de vítimas fatais decorrentes das sanções desde 1970. Os europeus e outros aliados próximos dos Estados Unidos são os principais implementadores de sanções financeiras que afetam atualmente um terço das nações do mundo.

Está ameaçado o dólar global?

Como observa o economista grego Yanis Varoufakis, se a moeda global é de um país, este deve proporcionar liquidez aos demais países para que a usem no seu comércio internacional e como divisa de reservas – i.e., os maciços déficits comerciais e a emissão de dívida pública para seus pagamentos externos constituem o mecanismo de prover liquidez global dos EUA. O crescimento exponencial da dívida dos EUA também é um resultado deli-

berado. Em 2011, o então presidente do *Federal Reserve* Alan Greenspan afirmou que “os EUA podem pagar qualquer dívida que tenham porque sempre podemos imprimir dinheiro para isso”.

Mas o economista estadunidense Michael Hudson ressalta que essa estratégia significava, em contrapartida, que a produção interna dos EUA tinha que sofrer perda de competitividade, derivando na perda de bens e de poder econômico para a maior parte da sua população. Com 36 milhões de pessoas (10,6% da população) vivendo em situação de pobreza (1 em cada 7 crianças – a 13,7%), mais de 43 milhões dependendo do Programa de Assistência Nutricional Suplementar (Snap) e cerca de 2 de cada 5 desabrigados, o “sonho americano” ficou totalmente sepultado. Por outro lado, fica claro que a elite estadunidense aceita esse desdobramento para preservar o poderio global do dólar.

Isso aponta para a questão de saber se seu rival econômico, a China, aceitaria que sua moeda, o yuan, substituísse o dólar globalmente. Muitos acham que seria resultado da sua expansão econômica no mundo – considerando que hoje é a principal

parceira comercial da maior parte dos países. Mas as pegadas militares da China no mundo são muito inferiores às dos EUA, pelo que tal mudança significaria que a plutocracia estadunidense aceitaria passivamente a perda fantástica do valor dos seus ativos – o que não parece provável.

Mas, por outro lado, exigiria também que a China expandisse a presença da sua moeda globalmente, expondo-se, como os EUA, aos vaivéns econômicos externos. Até agora, a visão das autoridades chinesas tem sido o oposto: preocupadas em não perder o controle da sua economia interna e em se concentrar em alcançar seus objetivos produtivos e de desenvolvimento.

Do exposto, constata-se que a dominância do dólar é o resultado de um processo histórico que estruturou múltiplas dimensões do poder estadunidense. Diferenciadas capacidades industriais, financeiras, militares, políticas e sociais se combinaram na estruturação do atual arranjo monetário internacional que tem o dólar no centro. Uma eventual mudança desse arranjo implica uma reconfiguração global deste conjunto de capacidades, o que significa um processo de transformações de caráter histórico nas relações de poder entre os Estados emissores de moeda nacionais e as suas relações sociais internas.

Entretanto, é difícil imaginar que os EUA não lutarão para preservar a hegemonia do dólar. Não há perspectiva de que o país aceite passivamente uma mudança no sistema financeiro internacional. Esse pensamento é sintetizado por Trump na ideia de que o dólar é a única moeda real, “a mais dominante em qualquer parte do mundo e sempre se manterá assim”. O dólar hegemônico é a essência do *America First*.

* São professores da FCE/Ufrgs.



Finanças com características chinesas: Estado, mercado e desenvolvimento

José Eduardo Roselino*

■ Em discurso no *Future Investment Initiative Priority Summit*, em Miami, no dia 27 de março, o presidente estadunidense Donald Trump expôs publicamente, ao estilo de sua peculiar franqueza: “Tenho que dizer que respeito a China, porque é incrível que, com um sistema que, em teoria, não deveria funcionar – você sabe, nós vamos à escola, frequentamos as melhores escolas de negócios, nos saímos bem nelas e lemos sobre empreendedorismo livre, lemos sobre todas essas coisas diferentes (...) Goste ou não, é preciso reconhecer: eles fazem acontecer.”

Essa curiosa declaração não é apenas reveladora de uma inquietação pessoal e íntima do presidente estadunidense, mas parece indicar uma mudança mais profunda a respeito de como os analistas ocidentais se portam diante da esfinge asiática, que, assim como aquela que aterrorizava Tebas, ameaça devorar aqueles que falham em decifrá-la.

Por décadas, os analistas e conselheiros influentes das principais potências ocidentais falharam dramaticamente diante da portentosa esfinge. Em contraste com previsões reiteradas e amplificadas por influentes meios de comunicação do Ocidente, a ascensão da China como potência industrial e tecnológica consolidou-se como um dos acontecimentos centrais da economia mundial neste primeiro quarto do século XXI.

Essa sucessão de prognósticos equivocados derivou fundamentalmente de uma limitação estrutural do arcabouço intelectual predominante entre os especialistas do Ocidente. Figuras influentes não apenas no debate público estadunidense, mas também na formação das análises de *think tanks* e órgãos governamentais, como Gordon G. Chang, David Shambaugh e Nouriel



Roubini, vaticinaram por diversas vezes o iminente colapso ou *hard landing* da economia chinesa. A prestigiosa *The Economist* publicou uma edição com reportagem especial e diversos artigos em maio de 2004 sob a manchete *The Great Fall of China*. A mesma revista redobrou a aposta e reeditou rigorosamente o mesmo título em capa de outra edição, em setembro de 2015.

A capacidade demonstrada pela economia chinesa de enfrentar sucessivos obstáculos ao longo das últimas décadas, ainda que com taxas de expansão mais moderadas nos anos recentes, e avançar na sofisticação de sua estrutura produtiva evidenciou a inadequação dos referenciais teóricos dominantes. A declaração de Trump é sintomática desse novo momento, expondo o forçoso reconhecimento de que o sucesso chinês contraria frontalmente os preceitos teóricos e normativos predominantes no Ocidente.

A eclosão da crise financeira global de 2008 e o advento posterior da pandemia marcam a passagem entre o estado de ne-

gação e o de elaboração na psique do Norte global com relação à ascensão da China. Inaugura-se uma era em que os Estados Unidos lançaram às favas os resquícios, ainda que retóricos, que restavam do compromisso com a defesa do modelo liberal.

Lu Feng, renomado economista da Universidade de Pequim, entende que, por trás da rivalidade crescente entre EUA e China, há uma disputa entre dois modelos: de um lado o “capitalismo financeirizado” (金融资本主义), comandado por Wall Street e voltado a uma racionalidade de maximização de resultados no curto prazo, que teria levado à regressão estrutural e desindustrialização; do outro, o que ele denomina “industrialismo socialista” (工业社会主义), capaz de subordinar a lógica financeira aos objetivos de constituição de sistema industrial complexo e integrado, de onde adviria o dinamismo tecnológico e inovativo, bem como a expansão da influência geopolítica da China.

Para esse autor, o sistema chinês tem sido capaz de fazer com que os recursos financeiros sejam direcionados para apoiar a “economia real” (实体经济) e desviar a China do caminho padrão da desindustrialização. A funcionalidade alegada por essa perspectiva se contrapõe à análise convencional que usualmente classificou o sistema financeiro chinês como atrasado.

A visão teórica dominante entre os economistas ocidentais, baseada na Hipótese de Mercados Eficientes e Expectativas Racionais, resultou em corolários normativos como o da defesa da desregulamentação financeira, da liberalização da conta de capitais e da redução do papel do Estado na supervisão direta dos fluxos financeiros, sob o argumento de que intervenções públicas tenderiam a introduzir distorções e reduzir a eficiência do sistema.

Ao legitimar a expansão de instrumentos financeiros e a mobilidade internacional de capitais como mecanismos eficientes de gestão de riscos e financiamento do investimento, tais ideias favoreceram o avanço do processo de financeirização, caracterizado pela ampliação do peso econômico e político do setor financeiro.

A China resistiu, em termos gerais, a esse movimento. Assim como nas demais dimensões da economia, o sistema financeiro chinês foi palco de expressivas transformações a partir do processo de reforma e abertura que ganhou impulso a partir de 1978, com a ascensão de Deng Xiaoping ao poder. Mas, assim como aconteceu nas demais frentes desse processo, as reformas no setor financeiro também obedeceram à conhecida metáfora de “atravessar o rio Tateando as pedras”, desenvolvendo-se por meio de avanços cautelosos, experimentações localizadas e correções de rota.

Ao final do período maoísta, havia virtualmente apenas o Banco Popular da China, que desempenhava a dupla função de autoridade monetária e banco comercial. A partir de 1978 criam-se as bases do sistema bancário que prevalece até os tempos atuais, com predominância dos chamados “cinco grandes”: Banco Industrial e Comercial da China, Banco Agrícola da China, Banco da China, Banco de Construção da China e, por fim, o Banco das Comunicações. Esses cinco gigantes estatais situam-se atualmente entre os dez maiores do mundo.

Essas instituições bancárias públicas foram criadas com a missão primordial de fornecer crédito direcionado setorialmente para empresas estatais. A ausência de critérios rigorosos ao longo dos anos 1990 acabou por levar a um quadro de elevada inadimplência e perdas de capital no início dos anos 2000, que não se aprofundou como uma crise dramática graças a uma recapitalização promovida pelo governo central.

Em contraponto aos congêneres ocidentais, o sistema financeiro chinês preserva a centralidade do sistema bancário como fonte de financiamento. O crédito bancário é a fonte primária do financiamento da economia, com importância re-

lativa em relação ao PIB que é cerca de três vezes a dos EUA, viabilizando o direcionamento de recursos para projetos definidos pelo planejamento estatal.

Em termos comparativos, o sistema chinês pode ser descrito também como tendo menor complexidade e menos opacidade. Mediante limites institucionais e regulatórios ao movimento de desintermediação financeira, o mercado de capitais (ações e títulos) permanece relegado a um papel marginal. Esse quadro se completa com a participação anêmica de atores financeiros típicos presentes nas economias centrais, como investidores institucionais, fundos de investimento, securitizadoras, agências de classificação e bancos de investimento estrangeiros.

Mesmo as bolsas de valores (de Shanghai e Shenzhen), abertas entre 1990 e 1991, funcionam sob rédeas curtas do sistema regulatório. Criadas inicialmente para promover a capitalização de empresas estatais, essas bolsas movimentam atualmente participações acionárias predominantemente privadas. Mas as empresas listadas nas bolsas chinesas são, em geral, oriundas de setores tradicionais da indústria, com presença menos expressiva de empresas de serviços e unicórnios de base tecnológica. Isso se deve fundamentalmente às complexas e morosas exigências da Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China para obter a listagem e realizar o IPO. A principal exigência é a de que a empresa demonstre sólidos lucros em seus balanços consecutivos nos três anos anteriores. Ao focar em resultados efetivos do passado e não na perspectiva futura de desempenho, essas bolsas acabam limitando as possibilidades de capitalização de empresas inovadoras voltadas a segmentos de alta tecnologia ou mercados emergentes, mas resultam em um desempenho menos suscetível à formação de bolhas de ativos.

Isso não significa que o sistema seja inerte e não esteja sujeito a inovações financeiras para tangenciar os restritos limites regulatórios. Ao contrário, ao longo das últimas duas décadas emergiu na Chi-

na um conjunto de mecanismos paralelos de financiamento que, embora formalmente integrados ao sistema, operam em suas franjas institucionais.

Destacam-se os chamados Veículos de Financiamento dos Governos Locais (LGFVs), criados para contornar as limitações impostas ao endividamento direto pelos governos provinciais e municipais. Esse arranjo foi particularmente relevante no contexto do pacote de estímulo pós-crise de 2008, quando a expansão do investimento público desempenhou papel central na sustentação do crescimento. Ao mesmo tempo, a proliferação desses veículos ampliou significativamente o endividamento público e preocupações relativas à qualidade dos ativos no sistema financeiro.

Um instrumento recente são os *Government Guidance Funds* (GGFs). Ao proverem “capital paciente” em setores estratégicos, como semicondutores e inteligência artificial, esses fundos combinam direção estatal com gestão orientada por mercado, mobilizando recursos públicos para alavancar investimentos privados, tendo alcançado escala crescente nos últimos anos e se consolidado como instrumento-chave de política industrial.

Em última instância, mais do que um sistema “atrasado” ou “incompleto”, o caso chinês sugere a emergência de uma arquitetura financeira alternativa, em que os principais agentes são públicos e na qual a lógica de mercado é continuamente moldada e, quando necessário, contida pelas prioridades estratégicas do desenvolvimento definidas pelo Estado chinês.

Assim, para a surpresa de alguns tantos, a engenhoca organizada pelo Estado chinês continua teimando em funcionar, em desafio às leis da triste Ciência Econômica dominante.

** É economista e professor da Universidade Federal de São Carlos.*



A 'coluna vertebral' do desenvolvimento: sistema financeiro e coordenação estatal na China

Marília Ceci Cubero*

■ Diferente das economias centrais, onde os sistemas financeiros modernos resultam de processos históricos cumulativos, consolidados entre o final do século XIX e o início do XX, a estrutura financeira chinesa é fruto de uma reconstrução institucional deliberada e tardia. O processo iniciou-se em 1978, sobre uma base praticamente inexistente, a partir das reformas lideradas por Deng Xiaoping, que marcaram a transição de uma economia rigidamente planejada para um modelo híbrido, com a introdução de mecanismo de mercado.

Durante a Era de Mao (1949–1976), a estrutura financeira era centralizada no *People's Bank of China* (PBC), que acumulava funções de autoridade monetária e alocação direta de crédito, enquanto o mercado de capitais permanecia inexistente, suprimindo a intermediação privada. A transição pós-1978 dedicou-se à montagem de um sistema financeiro estruturado sob uma lógica de interdependência: o Estado assumiu o papel de planejador e coordenador, enquanto o mercado foi instituído como um mecanismo regulamentado para aprimorar a alocação de recursos.

Essa estrutura permitiu à China consolidar um sistema financeiro capaz de sustentar sua trajetória de desenvolvimento, atuando, na definição de Jabbour e Gabriele (2021), como a 'coluna vertebral' do dinamismo qualitativo e quantitativo do investimento nacional, ao viabilizar o financiamento estratégico de setores, regiões e infraestruturas prioritárias.

Para além da montagem tardia, a consolidação desse sistema distingue-se pela elevada escala sistêmica, rigorosa coordenação estatal e abertura externa controla-



da. Esse tripé permite compreender características fundamentais do sistema bancário e do mercado de capitais chinês, conforme analisado a seguir.

Escala sistêmica

A magnitude bancária é a característica primordial do sistema. Os quatro SOCBs originais foram concebidos como pilares do financiamento do desenvolvimento chinês. Sob a alcunha de *big four*¹, consolidaram liderança global: desde 2017, figuram como os maiores bancos do mundo em ativos. Em 2020, detinham um terço dos ativos bancários totais da China e volume de crédito superior à metade do PIB nacional². Tais dados ratificam a concentração e a centralidade dessas instituições no financiamento estrutural.

Diferente de diversas economias centrais, marcadas pela desintermediação e predominância do mercado de capitais, o modelo chinês fundamenta-se predominantemente no crédito bancário. Essa configu-

ração reflete-se na importância do crédito ao setor privado: na China, o indicador atingiu 199% do PIB (3T 2025), sustentando o financiamento de longo prazo. Nos EUA, onde a intermediação desloca-se para o mercado de títulos, o índice limitou-se a 43,8%. Já o Brasil apresenta patamar modesto (50–55% do PIB), reflexo de custos elevados que restringem a expansão do crédito para empresas e famílias (BIS, 2026).

Apesar da magnitude, a gestão dessa escala pauta-se por prudência regulatória e intervenção ativa do Estado. A elevada inadimplência (NPLs), que foi um problema crítico nas décadas de 1990 e 2000, foi enfrentada por meio de reestruturação de dívidas e reforço de capital dos bancos. Desde então, a regulação financeira chinesa tem sido marcada por monitoramento contínuo e intervenções preventivas para preservar a solidez do sistema. Dados de 2023 indicam níveis de solvência e liquidez superiores aos requisitos internacionais e elevada cobertura de provisões, assegurando colchões capazes de absorver choques e sustentar a estabilidade macroeconômica (PBC, 2026).

A escala do mercado de capitais chinês é um marco de sua transformação, embora persistam desafios de maturação e volatilidade. Desde os anos 1990, o sistema expandiu-se e posicionou as bolsas de Xangai e Shenzhen entre as maiores do mundo em capitalização e IPOs. Essa arquitetura ancora-se em instituições públicas como pilares de liquidez, enquanto estatais não financeiras conferem profundidade via grandes emissões, alinhando a captação às diretrizes estatais. Contudo, o sistema ainda carece de densidade: a hegemonia do canal bancário e a volatilidade inerente limitam o financiamento direto. Assim, a estabilida-

de sistêmica permanece dependente da atuação contracíclica do Estado e de investidores institucionais públicos.

Rigorosa coordenação estatal

A trajetória dos SOCBs revela a singular capacidade de coordenação estatal. Estruturados originalmente para setores estratégicos – agricultura, indústria, construção e comércio exterior –, esses bancos integram um arranjo vinculado às prioridades do desenvolvimento. Nos anos 1990, a criação dos *policy banks* sofisticou essa estrutura, ao absorverem o financiamento de projetos políticos, permitindo a ampliação do escopo de atuação dos SOCBs.

Essa arquitetura estratificada – que se expandiu para incluir os *joint-stock commercial banks*, *city commercial banks* e cooperativas de crédito rurais – ampliou a complexidade do sistema sem romper com a lógica de coordenação central. Tal estrutura permite ao Estado articular a alocação de recursos em múltiplos níveis: dos grandes projetos de infraestrutura nacional ao financiamento regional e agrícola.

Assim, o sistema financeiro funciona como o espelho dos Planos Quinquenais: se no início do século XXI o foco era a indústria de base e a construção civil, o paradigma do “Novo Normal”, a partir de 2016, redirecionou o crédito para a qualidade, a sustentabilidade e a inovação científica. Hoje, observa-se uma transição deliberada do capital da manufatura tradicional para os setores de alta tecnologia e o chamado “crédito verde”.

A natureza da intervenção estatal mudou profundamente, passando da alocação direta de crédito para coordenação indireta por instrumentos financeiros e regulatórios. Até o fim dos anos 1990, o Plano de Crédito definia volumes e destinos do financiamento. Esse modelo deu lugar a instrumentos de liquidez e crédito setorial orientados pelo encadeamento produtivo. Contudo, a China preservou políticas como o *window guidance*, pelo qual o PBC estabelece diretrizes e metas de crédito – muitas vezes implícitas – para instituições específicas.

Abertura Controlada

Por fim, a abertura do sistema financeiro chinês caracterizou-se pela manutenção do controle estatal e por uma inserção in-

ternacional seletiva, evitando liberalizações abruptas ou privatizações massivas. A reestruturação patrimonial dos *big four* iniciada em 2003 foi parcial e estratégica, condicionando a entrada de capital estrangeiro à transferência de *know-how* operacional e ao aprimoramento das técnicas de gerenciamento de risco.

O governo mantém a posição de acionista majoritário por meio do Ministério das Finanças e da Central Huijin, que em 2020 detinham, em média, 60% do capital dos *big four*, enquanto o investimento internacional ocorre via bolsa de valores de Hong Kong, detendo em média 20% das ações. Esse arranjo reflete uma estratégia de integração seletiva aos mercados financeiros internacionais, na qual a participação estrangeira permanece subordinada ao controle estatal.

A abertura do mercado de capitais também ocorreu de forma gradual e fortemente controlada pelo Estado, sendo estruturada por meio da criação de canais institucionais que regulam a entrada e a saída de capitais. Diferente das experiências de liberalização abrupta observadas em outras economias, a China estabeleceu mecanismos de controle quantitativo dos fluxos de capitais e requisitos de qualificação dos agentes participantes, evidenciando que a abertura seguiu uma estratégia de integração financeira subordinada à estabilidade macroeconômica e aos objetivos de desenvolvimento (AMSTAD et al., 2020).

Em suma, a trajetória chinesa subverte a lógica da liberalização financeira convencional. Ao estruturar um sistema onde os bancos operam como o braço financeiro dos Planos Quinquenais e o mercado de capitais é disciplinado pela supervisão estatal, a China ergueu uma arquitetura resiliente e funcional. O sucesso desse modelo reside na capacidade de evoluir de formas diretas de intervenção estatal para uma coordenação regulatória baseada em instrumentos sólidos, assegurando que o sistema financeiro permaneça como ‘coluna vertebral’ do desenvolvimento nacional.

** É doutora em Ciências Econômicas pela Unicamp e pesquisadora nas áreas de macroeconomia e economia financeira, com ênfase no sistema financeiro chinês.*



Bank of China Building, em Xangai

1 *Agricultural Bank of China, Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank e Bank of China.*

2 *Dados compilados a partir dos balanços patrimoniais das respectivas instituições. Informações consolidadas em: CUBERO, M. C. Financiamento na China: um estudo do sistema bancário e do mercado de capitais. 2025. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Unicamp. Anexo B.*

Referências

AMSTAD, M.; SUN, G.; XIONG, W. *The Handbook of China's Financial System*. Nova Jersey: Princeton University Press, 2020.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). *Data - Credit to the non-financial sector*. 2026. Disponível em https://data.bis.org/topics/TOTAL_CREDIT

JABBOUR, E.; GABRIELE, A. *China: O socialismo do século XXI*. São Paulo: Boitempo, 2021.

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA (PBC). *Financial Stability Reports, 2024*. Pequim, 2026. Disponível em <https://www.pbc.gov.cn/en/3688235/3688414/3710021/index.html>



Inclusão financeira no Brasil e o desenvolvimento no capitalismo periférico

Bruna Ferraz Raposo*

■ O termo “inclusão financeira” é amplamente utilizado na literatura para designar políticas de incorporação de pessoas físicas ao sistema financeiro como medida de combate à pobreza. A partir das décadas de 1980 e 1990, iniciativas como a concessão de microcrédito para pessoas em extrema pobreza e pequenos produtores ganharam destaque, baseadas na hipótese de que o acesso a serviços e produtos financeiros contribuiria para o desenvolvimento econômico, ampliando a capacidade de consumo e gestão de risco dessas populações.

De forma mais ampla, podemos compreender a inclusão financeira como o movimento de ampliação do acesso ao sistema financeiro por parcelas crescentes da sociedade, isto é, o aumento da sua base de clientes. Esse processo não depende exclusivamente de políticas institucionais, podendo ocorrer também por meio do redirecionamento de estratégias bancárias, da criação de novas instituições, produtos e serviços e de uma série de transformações que buscam a ampliação da lucratividade pela via da expansão extensiva dos mercados financeiros.

A imbricação entre pessoas físicas e sistema financeiro ganhou particular atenção durante a Crise do *Subprime*, nos Estados Unidos, em 2007, pois no cerne da bolha estavam as hipotecas de imóveis residenciais, concedidas a indivíduos com baixa capacidade de pagamento. Esses empréstimos serviram de base para a criação de complexos derivativos financeiros e intensos processos de alavancagem, evidenciando como a inclusão financeira, ao incorporar novos segmentos ao crédito, pode também se articular a dinâmicas de instabilidade sistêmica, especialmente quando subordinada à lógica de valorização financeira.

O crédito, aqui, não se trata de nenhuma novidade, já que a história da dívida remon-



ta a milênios. Mas o crédito pessoal, em particular, não desempenhou papel central na acumulação capitalista até boa parte do século XX. Sua expansão passa a ocorrer, justamente, associada à necessidade de viabilizar o consumo de bens duráveis, móveis e automóveis, ainda que inicialmente restrita a indivíduos que pudessem apresentar garantias, renda e estabilidade. O que, em si, trata-se de um movimento paradoxal, pois aqueles que mais necessitam do crédito são justamente os que menos atendem a esses critérios.

No plano geral, o sistema financeiro internacional passou por forte contenção entre a Primeira e a Segunda Guerra Mundial, principalmente após a Crise de 1929, que demonstrou que uma crise localizada na especulação da Bolsa de Valores de Nova York rapidamente se espalhou para diversos mercados e impactou variáveis reais, desencadeando desemprego em massas e piora das condições sociais. O período entre as décadas de 1940 e 1960 foi, então, marcado por controle de fluxos financeiros e maior regulação estatal.

Entretanto, paralelamente, foi nessas mesmas décadas que se iniciou um movimento de internacionalização de grandes bancos e de inovações financeiras, impulsionado, sobretudo, pelo setor privado estaduni-

dense. Observou-se também a expansão de instituições financeiras não bancárias e o fortalecimento dos mercados de capitais, com o crescimento de investidores institucionais, como fundos de pensão e de investimento.

Com a crise de superacumulação de capital dos anos 1960/70, tem-se na dissolução do arranjo financeiro do pós-guerra uma das saídas para a retomada do processo de acumulação de capital. A liberalização e a desregulamentação dos mercados financeiros, associadas às reformas neoliberais, representaram novas vias de valorização, especialmente para o capital na forma fictícia, ampliando significativamente o volume de recursos em circulação nesses circuitos.

Ainda que a lógica financeira acentue características como especulação, volatilidade e relativa autonomia em relação à produção, ela permanece dependente de uma base material. Assim como no universo das mercadorias, a expansão requer a incorporação de novos elementos à lógica de valorização. Nesse sentido, a ampliação da base de clientes dos mercados financeiros torna-se fundamental. Ao incorporar novos consumidores e produtos, aumenta-se o volume de dinheiro temporariamente ocioso e que, ao ser centralizado, pode funcionar como capital, bem como o volume de ativos passíveis de transformação em títulos, ações e derivativos.

Desse modo, embora a relação entre indivíduos e finanças não seja inédita, a escala que ela assume na virada para o século XXI é qualitativamente distinta, tornando-se elemento dinâmico da acumulação capitalista contemporânea. A expansão da inclusão financeira nas últimas décadas não deve ser compreendida como um fenômeno isolado ou casual, mas resultado do próprio desenvolvimento histórico do capitalismo, marcado pela concentração e centralização de capital e pela busca de novas formas de valorização após a crise dos anos 1960/70.

A saída para essa crise implicou a cres-



cente penetração da lógica financeira no tecido social. Criaram-se novas mercadorias – produtos e serviços financeiros –, novos consumidores e novas formas de mobilização de recursos monetários como capital. A inclusão financeira, seja promovida pelo Estado ou pelo mercado, ampliou significativamente a base de clientes do sistema financeiro em escala global.

No Brasil, a parcela da população em idade adulta com conta em uma instituição financeira passou de 55,86%, em 2011, para 84,04%, em 2021¹. Desde o início dos anos 2000, o Banco Central do Brasil adotou ativamente políticas de inclusão financeira pelo viés da bancarização. Contudo, esse processo também foi impulsionado pela mercantilização de serviços sociais e pela monetarização da política social, isto é, pela crescente intermediação financeira na prestação de serviços públicos.

As políticas sociais focalizadas, em contraste com as universalizantes, alinham-se ao receituário neoliberal de austeridade. Ao invés de eliminar a política social, reduzem seu alcance e a operacionalizam por meio de transferências de renda. Esse modelo, além de diminuir custos, articula diferentes agendas: oferece maior conveniência aos beneficiários e abre oportunidades de lucratividade para instituições financeiras responsáveis por essa intermediação.

O Programa Bolsa Família constitui um exemplo emblemático desse processo. Intermediado pela Caixa Econômica Federal, funcionou como a porta de entrada para milhões de indivíduos no sistema financeiro. Entre 2008 e 2012, o número de famílias com conta corrente vinculada ao programa saltou de 4.232 para 4.196.023². Estima-se, ainda, que ao menos 40% dos beneficiários passaram a utilizar outros serviços bancários a partir dessa inserção inicial, ampliando sua vinculação ao sistema financeiro (Bold; Porteous; Rotman, 2012).

Como observa Dymski (2005), há uma percepção de que cada família tem acesso a um *Visa* ou *Mastercard*, que cada família toma empréstimos. E essas operações são feitas por empresas financeiras interligadas em uma rede global. Além disso, políticas

de inclusão financeira voltadas à redução da pobreza são frequentemente articuladas por organismos internacionais, como Banco Mundial, Organização das Nações Unidas, Banco Interamericano de Desenvolvimento, em parceria com organizações não governamentais, governos e autoridades monetárias de países centrais, e diversas fundações privadas e instituições financeiras³.

Nesse contexto, a ação imperialista se concretiza também nos mercados financeiros. A posição privilegiada dos países centrais no sistema financeiro internacional lhes confere a capacidade de realizar operações financeiras de grande porte e ofertar mais serviços financeiros a outros países. E com isso, a capacidade de apropriar-se do mais-valor gerado em outros países, sobretudo nas economias periféricas.

Então, podemos estabelecer que o movimento de inclusão financeira no Brasil tem um caráter subordinado. Ele atende aos interesses de grandes multinacionais do setor financeiro, é orientado por diretrizes de agências multilaterais – frequentemente financiadas por essas mesmas instituições – e se direciona ao país justamente por representar um mercado promissor a ser explorado.

O tema da inclusão financeira expressa, portanto, múltiplas dimensões. A redução da pobreza, a ampliação da capacidade de consumo e a maior resiliência econômica são fatores funcionais à reprodução social no capitalismo. No Brasil, até 1984 os salários eram pagos em espécie; posteriormente, difundiu-se o pagamento por conta bancária ou cheque; e hoje essa é uma modalidade dominante e, em vários casos, obrigatória. Mais recentemente, o acesso ao auxílio emergencial durante a pandemia exigiu a abertura de contas bancárias, reforçando a integração da população ao sistema financeiro.

Esse processo criou um mundo de facilidades ao nosso redor – cartões, aplicativos bancários, PIX –, ampliando a rapidez e segurança das transações. No entanto, ele também se associa ao pagamento sistemático de juros, taxas e tarifas, ao aumento do endividamento, principalmente para parcelas da população com maior vulnerabilidade

de de renda, e à privatização cada vez maior de serviços que se tornam acessíveis através de intermediação financeira.

Portanto, para além da aparência da democratização do acesso financeiro, precisamos desvelar as relações sociais produtoras do capital e suas contradições. Nos países periféricos, a inserção subordinada no sistema financeiro internacional se consolida como mais um mecanismo de transferência de valor, reforçando tendências como a da superexploração da força de trabalho. Assim, ainda que haja avanços – como o PIX em relação à indústria de cartões –, não se rompe com a lógica da dependência, mas, ao contrário, reafirma-se sua dinâmica dialética no capitalismo contemporâneo.

** É doutora pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense (PPGE/UFF); professora substituta na Universidade Federal da Integração Latino-Americana (Unila); professora visitante na Fundação Escola de Sociologia e Política de São Paulo (FespSP); e pesquisadora do Núcleo Interdisciplinar de Estudos e Pesquisas sobre Marx e o Marxismo (Niep/UFF). Contato: fbruna@hotmail.com.*

1 Dados do Global Financial Inclusion, fornecido pelo Banco Mundial.

2 Dados da Caixa Econômica Federal.

3 Como pode ser visto em: Donors & Partners – Alliance for Financial Inclusion (disponível em <https://afi-global.org/about-afi/donors-partners/>) e Members – Better Than Cash Alliance (disponível em <https://www.betterthancash.org/about/members>).

Referências

DYMSKI, Gary. Banking strategy and financial exclusion: tracing the pathways of globalization. *Economia*, Curitiba, v. 31, n. 1 (29), p. 107-143, 2005.

BOLD, Chris; PORTEOUS, David; ROTMAN, Sarah. *Social cash transfers and financial inclusion: evidence from four countries*. Washington: Consultative Group to Assist the Poor, 2012. Focus Note.



O papel dos bancos comunitários no sistema bancário brasileiro

Lidia Maria Bufolo*

Luiz Arthur Silva de Faria**

André Luiz Sica de Campos***

Anderson Carlos Nogueira Oriente****

■ O texto busca contribuir para o entendimento do papel dos bancos comunitários no sistema bancário brasileiro, oferecendo uma leitura integrada do Sistema Financeiro Nacional, dos fundamentos históricos e conceituais que estruturam os bancos comunitários e das percepções coletadas nas entrevistas sobre a plataforma E-Dinheiro. Nesse sentido, o trabalho sintetiza os elementos conceituais, históricos e empíricos que explicam o papel dos bancos comunitários no sistema bancário brasileiro contemporâneo. Procura-se compreender como esses arranjos financeiros solidários se posicionam diante das transformações tecnológicas e regulatórias que marcam o setor.

A análise se organiza em duas partes: (1) contextualização do sistema bancário brasileiro, com ênfase em sua trajetória de concentração e digitalização; (2) fundamentos conceituais dos bancos comunitários, situando-os no campo da economia solidária, das tecnologias sociais e dos marcos regulatórios. A partir da integração entre teoria, marcos regulatórios e percepções de campo, demonstra-se que esses bancos constituem um modelo econômico alternativo capaz de promover desenvolvimento local e inclusão financeira em bases solidárias.

Inovações digitais em um mercado concentrado: o novo panorama bancário brasileiro

O sistema bancário brasileiro é altamente concentrado, historicamente marcado pela presença de grandes conglomerados financeiros e pela atuação estruturante do Estado na regulação e supervisão das instituições financeiras. A trajetória de consolidação desse sistema remonta aos anos

1990, quando processos como o Plano Real e o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) promoveram a estabilização macroeconômica e reorganizaram o setor, favorecendo bancos com maior solidez, capacidade tecnológica e escala operacional. Trata-se de um sistema que passou, simultaneamente, por ciclos de concentração, informatização precoce remontando aos anos 1970 e, mais recentemente, de digitalização – fenômenos intensificados nos últimos 20 anos com o advento dos bancos digitais e das *fintechs*, que surgem como respostas às ineficiências, custos e barreiras de entrada do modelo de negócios tradicional¹. Ainda assim, mesmo com inovações tecnológicas e regulatórias, o setor continua concentrado e poucas instituições detêm a maior parte dos ativos e do crédito, produzindo assimetrias territoriais na oferta de serviços (Junior, 2017).

Nesse contexto, a emergência de bancos digitalizados e digitais não se dá apenas como resultado da inovação tecnológica, mas como parte de um movimento mais amplo de reconfiguração do Sistema Financeiro Nacional (SFN). O Banco Central do Brasil, ao longo dos anos 2010, estabelece um ambiente regulatório favorável a novos entrantes, criando categorias próprias para instituições de pagamento (Lei nº 12.865/2013), sociedades de crédito direto e sociedades de empréstimo entre pessoas (Res. 4.656 e 4.657/2018). Contudo, mesmo com o avanço desse arcabouço, permanece pouco contemplada a realidade dos bancos comunitários de desenvolvimento (BCDs)², cuja lógica



de funcionamento não corresponde plenamente ao modelo de negócio esperado para agentes financeiros tradicionais ou *fintechs* comerciais.

Bancos comunitários: fundamentos conceituais e marcos regulatórios

Inspirados nas formulações de Paul Singer (2004, 2018) e Muhammad Yunus (2011), os BCDs surgem como instrumentos econômicos voltados para a inclusão produtiva, reorganização territorial e fortalecimento das economias locais. Eles operam por princípios distintos dos do sistema financeiro convencional: priorizam a reciprocidade, a cooperação, a confiança e a circulação interna da riqueza, estruturando-se como tecnologias sociais (Dagnino, Brandão & Novaes, 2004; Dias, 2013). Segundo Melo (2023), essas instituições atuam como mecanismos híbridos, combinando gestão comunitária, microcrédito, fundos rotativos e moedas sociais, e têm origem na experiência pioneira do Banco Palmas³. Movimentaram cerca de dois milhões de reais por mês entre 2015 e 2019, e um total de 30 milhões nos anos de 2023 e 2024⁴.

Nesse modelo, as moedas sociais (físicas ou digitais) são centrais. Lastreadas e parea-



das ao Real (1:1), elas não buscam substituir a moeda oficial, mas reter o valor no território, impedindo seu vazamento para mercados concentrados e estimulando circuitos econômicos locais (Melo, 2023; Faria, 2018). Quando digitalizadas, têm o potencial de adquirir maior eficiência, reduzir custos operacionais, ampliar a transparência e fortalecer a capacidade de gestão dos BCDs, permitindo integração territorial e articulação em rede. A digitalização, entretanto, exige infraestrutura, conectividade e competências técnicas, o que introduz desafios relevantes (Faria, 2018).

O marco regulatório desses bancos é fragmentado. As Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (Oscips), regulamentadas nos anos 2000, permitiram o enquadramento jurídico mínimo de algumas iniciativas, mas não reconhecem especificidades das moedas sociais. A partir da Lei nº 12.865/2013, os meios de pagamento eletrônicos passam a ter respaldo legal, o que possibilita a atuação de plataformas como o E-Dinheiro – entretanto, sem reconhecimento das moedas sociais como instrumentos financeiros legítimos. Essa lacuna gera limitações práticas: por não integrar o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), os BCDs ficam impedidos de executar serviços como PIX, emissão de boletos e liquidação interbancária. É apenas com a Lei Paul Singer⁵ e com a Lei das Moedas Sociais⁶ que o Estado brasileiro começa, pela primeira vez, a reconhecer formalmente as moedas sociais como um modelo econômico alternativo, com diretrizes de lastro, territorialidade, governança e limites tecnológicos⁷.

A compreensão dos bancos comunitários como arranjos financeiros solidários exige situá-los dentro do marco analítico da tecnologia social (TS) e da tecnociência solidária⁸. Os autores distinguem a TS da TC ao afirmar que, enquanto a TC é segmentada, hierarquizada, poupadora de mão de obra e orientada aos mercados de alta renda, a TS é adaptada a pequenos produtores, estimula a criatividade, baseia-se na autogestão e orienta-se ao mercado interno, visando a promover inclusão e desenvolvimento local (Oliveira, 2023). Nesse sentido, os bancos comunitários⁹ configuram exemplos concretos de tecnologias sociais em operação, já que incorporam métodos, práticas e disposi-

tivos técnicos alinhados à cooperação, à solidariedade e ao empoderamento territorial.

Nesse sentido, os BCDs articulam elementos materiais e imateriais¹⁰, operando em um espaço produtivo caracterizado por valores comunitários, contratos sociais associativos e contextos socioeconômicos periféricos. Esse arcabouço dialoga com correntes como a Teoria do Ator-Rede e a filosofia crítica da tecnologia, reforçando que os bancos comunitários não são simples instrumentos financeiros, mas arranjos sociotécnicos complexos (Dagnino, 2020; Dias, 2013).

A constituição dos bancos comunitários no Brasil também se insere na trajetória da economia solidária, cujos fundamentos foram consolidados por Paul Singer (2002; 2004; 2018) e cujas práticas foram internacionalmente disseminadas por experiências como o *Grameen Bank* de Muhammad Yunus (2011). Singer identifica a economia solidária como resposta à exclusão promovida pelo capitalismo industrial, destacando a autogestão, o cooperativismo e a criação de redes de produção e consumo como princípios centrais. Yunus, por sua vez, demonstra que o microcrédito produtivo orientado pode constituir uma tecnologia social replicável, baseada na confiança e na minimização de garantias formais – elementos incorporados posteriormente pelos bancos comunitários brasileiros (Silva & Góis, 2007; Armen-dáriz de Aghion & Morduch, 2005).

Nesse quadro, os BCDs se consolidam como dispositivos que conectam diferentes racionalidades econômicas, mercantis, não mercantis e não monetárias, compondo o que França Filho (2007; 2015) denomina “uma nova economia”. Para além de ofertar crédito em territórios nos quais as instituições tradicionais não atuam e onde a população ainda não tem acesso ao SFN, os BCDs estruturam redes socioeconômicas territoriais locais, fomentam cadeias de produção nestes espaços e utilizam moedas sociais para reter valor no território (Oriente, 2019; Primavera, 2017). As moedas sociais materializam o fluxo circular de renda local e operacionalizam a dimensão monetária da tecnologia social (Faria, 2018; Melo, 2023).

Por fim, evidencia-se que a disputa regulatória em torno das moedas sociais di-

gitais¹¹ revela tensões entre inovação tecnológica, diversidade territorial e lógicas de mercado. A proposta de lei revisada, construída coletivamente com a Rede Brasileira de Bancos Comunitários e Municipais, representa avanço significativo ao reconhecer a pluralidade das moedas sociais, flexibilizar exigências tecnológicas e incluir bancos municipais como emissores, preservando a natureza pública e comunitária dessas iniciativas. Nesse cenário, os bancos comunitários se afirmam como arranjos sociotécnicos que articulam tecnologia social, economia solidária e inovação financeira em um modelo próprio, distinto tanto do sistema bancário tradicional quanto das *fntechs* comerciais, mas com crescente interlocução regulatória com ambos, e alcançando territórios que estão destituídos de redes bancárias tradicionais, possibilitando a inclusão financeira nestes locais, ou seja, bancos comunitários e suas moedas sociais passarão a ser regulamentados pelo Banco Central, integrando o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Com isso, essas entidades – organizações da sociedade civil sem fins lucrativos – poderão emitir moedas eletrônicas. Além de contar com a validação do órgão regulador, essa estrutura permitirá que os rendimentos gerados pelas moedas sociais beneficiem os próprios usuários que mantêm recursos nessas instituições financeiras. A medida também contempla a possibilidade de a administração pública, direta ou indireta, contratar serviços necessários à execução de políticas públicas, conforme as normas específicas aplicáveis.

Conclusão: o papel dos bancos comunitários no sistema bancário brasileiro

Os bancos comunitários desempenham um papel singular dentro do sistema bancário brasileiro ao funcionarem como arranjos sociotécnicos de desenvolvimento local fundamentados nos princípios da economia solidária, da tecnologia social e da participação comunitária. Mais do que complementar o sistema financeiro tradicional, eles oferecem uma alternativa baseada na inclusão produtiva, na circulação territorial da riqueza e na justiça econômica (Singer, 2004; 2018). Ao



oferecerem microcrédito, meios de pagamento e organização econômica em territórios onde bancos comerciais tradicionais não atuam, promovem inclusão financeira por meio de relações de confiança e proximidade social, seguindo a lógica de Yunus (2011) e do Banco Palmas (Melo, 2023; Faria, 2018). Além disso, as moedas sociais reorientam fluxos de renda, evitando sua fuga para mercados concentrados e fortalecendo economias locais (Dagnino, Brandão & Novaes, 2004; Dagnino, 2019). Em termos de implicação de política pública, pode-se postular que todos estes fatores tornam esses bancos potenciais instrumentos estratégicos de desenvolvimento territorial.

Simultaneamente, os bancos comunitários operam como infraestruturas sociotécnicas que mobilizam conhecimento local e redes sociais, diferenciando-se tanto dos bancos tradicionais quanto das *fintechs* por priorizarem finalidades sociais em vez de lucratividade. Eles expõem limites do sistema bancário convencional ao apresentarem soluções para populações excluídas, como microcrédito sem garantias formais, moedas sociais e formação comunitária (Paula, 2015; Oriente, 2019). Seu papel regulatório também vem ganhando destaque, especialmente após a promulgação da Lei Paul Singer (2024) e os avanços do Projeto de Lei das Moedas Sociais, que reconhecem formalmente esses arranjos como instrumentos legítimos de política pública. Até aqui, os bancos comunitários têm exercido uma função duplamente transformadora: suprem lacunas deixadas pelo sistema financeiro dominante e inauguram um paradigma econômico alternativo baseado em solidariedade, autonomia territorial e democratização do acesso ao dinheiro.

* É bacharela em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e mestra em Política Científica e Tecnológica pela Unicamp.

** É professor do Programa de Engenharia de Sistemas e Computação (Pesc/Coppe/UFRJ).

*** É professor de Políticas Públicas na Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

**** É professor do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Rio de Janeiro (IFRJ).

1 Baseado em atendimento presencial e agências físicas.

2 Como "bancos comunitários de desenvolvimento (BCDs)" estamos considerando os "Bancos Raiz": criados, geridos e mantidos pelas comunidades em

que eles estão inseridos e os "Bancos Municipais": uma categoria recente, criados por leis ou decretos municipais, e que atuam através de políticas públicas. Neste texto não vamos diferenciá-los. Ver mais em MELO (2023).

3 Fundado no Conjunto Palmeiras (Fortaleza-CE) no fim dos anos 1990.

4 Dados divulgados pelo Instituto E-Dinheiro na live *O futuro das moedas sociais digitais do Brasil*, transmitida no canal do Instituto Palmas em 16 de outubro de 2024.

5 Lei aprovada em outubro de 2025.

6 Lei aprovada na Câmara dos Deputados, até o momento da escrita deste artigo, aguardando tramitação no Senado Federal.

7 Com uso opcional de blockchain, por exemplo.

8 Conceitos desenvolvidos por Dagnino, Brandão e Novaes (2004), aprofundados por Dias (2013) e atualizados por Dagnino (2019; 2020).

9 Concebidos como instituições de baixo custo, baseadas em participação democrática e voltadas ao fortalecimento da economia local

10 Materiais como moedas sociais, fundos rotativos e sistemas digitais de pagamento e imateriais como conhecimento tácito, relações de confiança e capital social.

11 Especialmente no debate em torno do PL nº 4.476/2023 e sua versão revisada de 2024

Referências

ARMENDÁRIZ DE AGHION, Beatriz; MORDUCH, Jonathan. *The economics of microfinance*. Cambridge: The MIT Press, 2005.

BRASIL. Lei nº 9.790, de 23 de março de 1999. Dispõe sobre a qualificação de pessoas jurídicas de direito privado, sem fins lucrativos, como Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público. *Diário Oficial da União*, Brasília, 24 mar. 1999.

BRASIL. Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013. Dispõe sobre os arranjos e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 out. 2013.

BRASIL. Lei nº 15.068, de 2 de janeiro de 2024. Institui a Política Nacional de Economia Solidária (PNES) e o Sistema Nacional de Economia Solidária (Sinaes). *Diário Oficial da União*, Brasília, 3 jan. 2024.

BRASIL. Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018. Dispõe sobre sociedades de crédito direto (SCD) e sociedades de empréstimo entre pessoas (SEP). *Diário Oficial da União*, Brasília, 27 abr. 2018.

BRASIL. Resolução nº 4.657, de 26 de abril de 2018. Dispõe sobre a constituição e funcionamento das instituições de pagamento.

Diário Oficial da União, Brasília, 27 abr. 2018.

DAGNINO, Renato. *Tecnociência solidária: um manual estratégico*. Marília: Lutas Anticapital, 2019.

DAGNINO, Renato; BRANDÃO, Flávio Cruvinel; NOVAES, Henrique Tahan. Sobre o marco analítico-conceitual da tecnologia social. In: LASSANCE JUNIOR, Antonio E. (org.). *Tecnologia social: uma estratégia para o desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Fundação Banco do Brasil, 2004.

DIAS, Rafael de Brito. Tecnologia social e desenvolvimento local: reflexões a partir da análise do Programa Um Milhão de Cisternas. *Revista Brasileira de Desenvolvimento Regional*, Blumenau, v. 1, n. 2, p. 173-189, 2013.

FARIA, Luiz Arthur Silva de. *Digitalizações de moedas sociais no Brasil e suas (Pré)Histórias: tensões e mediações com Estados, mercados e tecnologias*. Rio de Janeiro, 2018. 428 f.

FARIA, L. A. S. de et al. Centralizing or sharing the digital community currencies governances? Pro-posing ways of thinking DCCS from the Mumbuca case. *International Journal of Community Currency Research* – v. 26, n. 2, 2022.

FRANÇA FILHO, G. C., Silva Junior, J. T., & Rigo, A. S. (2015). *Economia Solidária e Bancos Comunitários: Gestão e Capital Social*. Salvador: EDUFBA.

MELO NETO SEGUNDO, Joaquim de. *As moedas sociais do Brasil – Do Palmacard ao E-Dinheiro*. Fortaleza, CE: Arte Visual Gráfica e Editora, 2023.

ORIENTE, Anderson Carlos Nogueira. *Análise dos fatores para implantação e consolidação de um banco comunitário em território popular: o caso do Banco Comunitário da Cidade de Deus*. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

PAULA, Carolina Gabriel de. *Do território ao lugar: bancos comunitários, moedas locais e o circuito inferior da economia urbana em São Paulo - SP*. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

PRIMAVERA, H. *Economia Solidária: O Papel das Moedas Sociais*. Instituto Paulo Freire, 2017.

SINGER, Paul. Desenvolvimento capitalista e desenvolvimento solidário. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 18, n. 51, p. 7-24, 2004.

_____. *Ensaio sobre Economia Solidária*. São Paulo. Editora Leya, 2018.

Marina Machado Gouvêa assina o 20º artigo da série de textos intitulada “Atualizando o debate sobre dependência econômica”. Há uma forte tradição de debates no pensamento econômico brasileiro sobre o grau de dependência econômica do Brasil e os impactos e limitações que essa dependência nos impõe. Com o intuito de levar aos economistas as mais recentes contribuições à evolução deste debate, tão profícuo para a compreensão da realidade do Brasil, o Corecon-RJ publica essa série, que oferece distintas perspectivas e aborda aspectos diversos relacionados à dependência econômica e suas mazelas na atualidade.



Financeirização, dependência e padrão de reprodução do capital no Brasil: reprodução da vida e disciplinamento da classe trabalhadora

Marina Machado Gouvêa*

■ No marxismo, a assim chamada “financeirização” pode ser definida como o processo histórico de intensificação da centralidade do capital portador de juros e do capital fictício na acumulação capitalista. Emerge como resposta à crise orgânica capitalista precipitada entre 1965 e 1979 e afeta o conjunto da reprodução social.

Este processo não constitui uma nova forma de capital, tampouco a predominância de uma “esfera monetário-financeira” sobre a “esfera real” da economia (termos alheios ao marxismo), mas, sim, uma reconfiguração das mediações entre as formas já existentes e da autonomia relativa entre as mesmas. Tal reconfiguração: i) intensifica a apropriação de

mais-valor via juros e dividendos; ii) exige ampliação das taxas de mais-valor, para possibilitar a validação intertemporal destes direitos sobre a apropriação de valor futuro; iii) acentua a frequência e dimensão das crises capitalistas; iv) redistribui o excedente e favorece a presença, no bloco no poder, de frações da classe ligadas ao sistema financeiro; v) amplia os mecanismos de disciplinamento da força de trabalho e de barateamento da sua reprodução para a classe capitalista.

A assim chamada financeirização é um traço essencial da tessitura do neoliberalismo enquanto forma histórica da reprodução capitalista (entendido para além de um conjunto facultativo de medidas). Após um salto na securitização na esteira da alta unilateral dos juros básicos nos EUA em 1979, hou-

ve um novo avanço no papel dos capitais portador de juros e fictício com a queda do campo socialista – que facilitou o enquadramento das economias às diretrizes do Consenso de Washington, em uma nova ordem sob a hegemonia dos EUA, na qual as classes dominantes e o próprio capitalismo passam à ofensiva do “fim da história”. O uso das dívidas de países dependentes como ferramenta para moldar sua aderência a esta nova ordem expressa a intensificação no disciplinamento da classe trabalhadora. Um novo aprofundamento ocorreu após a nova crise orgânica precipitada entre 2007-2008, que se aprofundou com a pandemia e se arrasta até o momento presente, dando sinais de estar agora desembocando em uma nova reconfiguração capitalista.



Por um lado, a “financeirização” é mediação fundamental para o reinvestimento da mais-valia e para a acumulação de capital, inclusive no setor dito “produtivo”. Desde seu surgimento, o capital financeiro entrelaça capital industrial e bancário. Não se trata, portanto, da contraposição entre um capital financeiro “malvado” e um capital industrial “benéfico”. Ela permeia, assim, o conjunto da reprodução social: está presente no financiamento da compra de meios de produção e de força de trabalho, na circulação das mercadorias produzidas, na configuração das cadeias globais de valor, na repartição do mais-valor entre distintas frações (e indivíduos) da classe dominante, nos fluxos interestatais, na concentração e centralização de capital, na busca por supertaxas de lucro. Também está presente no recebimento de nossos salários, no parcelamento em boleto ou no cartão, no financiamento habitacional, nos fundos de investimento atrelados à previdência e à poupança, na compra do pão de cada dia.

Se considerarmos o neoliberalismo como um padrão de reprodução do capital específico, certamente a assim chamada financeirização faz parte do todo que se reproduz. É uma de suas características constitutivas e condicionantes. No legado da teoria marxista da dependência,

porém, a categoria ‘padrão de reprodução de capital’ pode se referir aos traços da reprodução capitalista em quaisquer complexos particularizados da acumulação de capital, condicionados por legalidades específicas. Sua compreensão exige investigar como se dá concretamente a produção, circulação e consumo de mercadorias, quem e onde produz e se apropria de mais-valia, qual é a relação entre a acumulação de capital e a reprodução social como um todo. Assim, trata-se de uma categoria originalmente formulada para auxiliar na compreensão de diferenças concretas na reprodução capitalista em países centrais e em países dependentes. Ou ainda, em um menor nível de abstração analítica (com maiores esforços de síntese), para auxiliar também na compreensão de traços específicos da reprodução de capital em um país ou região em um dado momento histórico.

Transferência de valor e superexploração da força de trabalho

Uma série de mecanismos permeia o impacto e retroalimentação da assim chamada financeirização sobre a própria determinação do valor e dos preços da força de trabalho, por exemplo. O principal deles é a pressão que a intensificação do papel do capital fictício e portador de juros exerce sobre a necessidade de uma maior extração de mais-valia.

Em países dependentes, podemos indicar uma tripla constrição a partir desta exigência, formada por elevadas taxas de juros internas, pela concorrência entre capitais nacionais e estrangeiros e pela concorrência entre os próprios conglomerados transnacionais. Todos estes fatores pressionam pelo rebaixamento dos salários internos, pela intensificação da jornada de trabalho e pelo aumento de sua duração, contribuindo para a tendência estrutural à superexploração da força de trabalho em países dependentes.

A superexploração se manifesta na transformação de parte do fundo de consumo dos trabalhadores em fundo de acu-

mulação da classe capitalista. Reflete-se na menor expectativa de vida em relação aos países centrais. Embora a mudança na metodologia de mensuração do desemprego (e na própria composição do exército industrial de reserva) dificultem sua identificação, tais tendências se evidenciam na atual reconfiguração capitalista, baseada no trabalho intermitente e na informalidade.

O alto *spread* das taxas de juros, por sua vez, contribui para aumentar a brecha tecnológica já existente entre países centrais e países dependentes, bem como seus diferenciados papéis na composição das cadeias globais de valor. Verifica-se uma tendência relativa ao incremento da forma absoluta da extração de mais-valia, quando comparado ao centro capitalista. A partir do acirramento dos diferenciais de composição orgânica de capital e de produtividade, a crescente centralidade dos capitais bancário e fictício retroalimenta as transferências de valor desde países dependentes para países centrais. Muitas destas transferências sequer aparecem nos respectivos Balanços de Pagamentos, uma vez que estão baseadas no caráter social da formação de valores de troca, preços de produção e preços de mercado, não exigindo transações diretas entre os países em questão. Uma porção relativa cada vez maior de valor e mais-valor aqui produzido não é aqui apropriado. Transferências de valor e superexploração da força de trabalho se enredam no ciclo do capital nas economias dependentes. A dependência é a forma particular do desenvolvimento capitalista em regiões periféricas, não um traço circunstancial que poderia ser superado dentro do capitalismo, a partir de vontade política e decisões corajosas. Sua superação é impossível sem a superação do próprio capitalismo.

A intensificação da apropriação de mais-valor via juros e dividendos é um dos principais vetores da diminuição do papel do setor secundário em economias dependentes industrializadas, como o Brasil, bem como no aumento do papel dos lucros não operacionais do capital financeiro-industrial. Em nossa opinião não se



trata, porém, de um processo de desindustrialização a ser resolvido por meio de um projeto de desenvolvimento nacional e soberano a ser capitaneado pela burguesia nacional esclarecida. Ainda que esta fração da burguesia brasileira exista (algo sobre o que temos sérias dúvidas), tal projeto careceria do aporte de financiamento necessário para superar, ao menos em parte, os diferenciais de produtividade – algo ocorrido somente em países que foram vitrines capitalistas receptoras de IED, como Coreia do Sul e Alemanha Ocidental, ou em países que realizaram revoluções socialistas, como a China.

Trata-se, ao contrário, de uma reconfiguração do capital industrial (agronegócio, mineração) compatível com a entrada de divisas via exportação de produtos primários, embora o Brasil não se enquadre somente em um padrão de reprodução de capital de especialização produtiva. As frações que capitaneiam esta reconfiguração têm, por sua vez, cada vez maior participação no bloco no poder e são peças fundamentais para compreensão dos quatro movimentos golpistas realizados no Brasil na última década (2016, 2018, 2023 e 2025), que alcançaram êxitos expressivos para a classe dominante, em especial no que se refere à destruição da Constituição Federal de 1988.

Na América Latina e Caribe, a “financeirização” coadjuva a caracterização do novo padrão de reprodução de capital que compõe esta nova fase histórica do capitalismo nos países dependentes, e, portanto, uma reconfiguração da própria dependência. O próprio sistema de dívidas nacionais que lastreou o dólar flexível como padrão monetário internacional a partir de 1979 (e que impõe elevados custos de endividamento externo e interno aos países da região) dificulta o desalinhamento geopolítico de *Nuestra América* em relação aos EUA. Este elemento vem sendo progressivamente confrontado a partir da possível transição hegemônica em curso desde 2007-08, fundamentada na maior produtividade da economia chinesa. A substituição do sistema SWIFT pelo renminbi digital em algumas transações, a paulatina mudança na

composição das reservas internacionais, a ampliação de acordos como o Brics e o desastroso impacto da desesperada guerra de tarifas iniciada por Trump talvez acenem para uma reconfiguração da dependência, sem, contudo, superá-la.

Dívida e disciplinamento da classe trabalhadora

A financeirização não se reduz ao endividamento da classe trabalhadora. Esta sua dimensão nefasta merece destaque, contudo. No Brasil, o índice de endividamento das famílias como proporção da renda agregada subiu de cerca de 16,5% em 2005 para 48,7% em junho de 2024¹. Apesar das lacunas dos dados do SCN, que *agrupa na unidade “famílias” todos os agentes que atuam como* unidades de consumo, é um aumento expressivo. Embora os mesmos índices costumem ser maiores nos países centrais, chegando a 250%², o peso subjetivo e material da dívida é mais devastador nos países dependentes.

Em países centrais, há maior disponibilidade de crédito a juros relativamente mais baixos, com maiores prazos e maior possibilidade de negociação. O endividamento costuma ser mais alto nestes países porque seu sistema financeiro é mais desenvolvido, mas há também maior nível de renda. As dívidas têm maior possibilidade de atuação como parte de estratégias de consumo ou de investimento para parte da própria classe trabalhadora (hipotecas, financiamento estudantil), à exceção precisamente de trabalhadores imigrantes sem documentação. Além disso, em alguns desses países a rede de proteção social é mais robusta (em especial na Europa), fruto de conquistas que puderam se efetivar em um cenário rico de transferências de mais-valor desde colônias e/ou países dependentes e diante da ameaça ao capitalismo representada pelo campo socialista. A existência de políticas sociais (como seguro-desemprego, saúde pública ou subsidiada, educação gratuita ou acessível, maior acesso a moradia de qualidade com baixo custo) reduz relativamente o impacto subjetivo e material do endividamento sobre a classe trabalhadora destes países,

diminuindo o risco de inadimplência e ampliando a cesta de bens que pode ser acessada com salários equivalentes.

No capitalismo dependente, o crédito é mais restrito e caro. Trabalhadoras/es têm menor margem de manobra e comprometem uma fatia muito maior da renda disponível para pagar parcelas (17% em 2024, contra 6% na Alemanha, por exemplo)³. A própria política social é financeirizada e favorece a incorporação da população mais empobrecida ao sistema financeiro nacional e internacional. A dívida compromete mais rápido o orçamento doméstico, uma vez que o consumo básico já absorve a maior parte do rendimento, forçando o reendividamento para a aquisição de bens essenciais. O consumo de bens duráveis e o sonho da casa própria pressionam a classe trabalhadora brasileira sem que haja aumento proporcional da renda. A mesma composição orgânica média que lhe permite a possibilidade do subimperialismo implica que, no Brasil, o desenvolvimento do Sistema Financeiro seja alto para a região, embora isso não se reflita proporcionalmente na renda agregada ou nos rendimentos médios de domicílios da classe trabalhadora.

A expropriação financeira que pode ser daí apreendida já é interessante indicio para o estudo da superexploração. Para além disso, no capitalismo dependente a dívida é vivida como ameaça constante, que cumpre papel essencial para o disciplinamento da classe trabalhadora no conjunto da reprodução social. Perder o emprego pode significar perder a casa ou mesmo o acesso à alimentação. O endividamento funciona, aqui, como uma espada de Dâmocles, garantindo o disciplinamento das/os trabalhadoras/es.

* É economista (PUC-SP), doutora em Economia Política Internacional (UFRJ) e professora da ESS/UFRJ.

¹ <https://opendata.bcb.gov.br/en/dataset/19882-household-debt?.com>

² [https://data-explorer.oecd.org/\(HouseholdDebt%NetHouseholdIncome\)](https://data-explorer.oecd.org/(HouseholdDebt%NetHouseholdIncome))

³ [https://data.bis.org/\(HouseholdDSR%Income\)](https://data.bis.org/(HouseholdDSR%Income))