Transição Sustentável e Espaço de Política Econômica sob Subordinação Financeira Internacional na Era dos Gestores de Ativos

Ana Clara Fernandes Nogueira[1]

RESUMO

A transição sustentável exige um volume expressivo de investimentos em um contexto de incerteza fundamental, o que tende a induzir comportamentos defensivos por parte dos agentes privados. A partir de uma abordagem pós-keynesiana, argumenta-se que o Estado é o agente central para planejar, coordenar e financiar esse processo. No entanto, o Consenso de Wall Street (CWS) subordina o papel estatal à lógica das finanças globais, reduzindo-o a um mitigador de riscos para atrair investidores institucionais. O artigo argumenta que *o Asset Manager Capitalism* (AMC) aprofunda esse problema nas Economias em Desenvolvimento e Emergentes (EDEs). Ao operacionalizar o CWS, os gestores de ativos ampliam a vulnerabilidade externa dessas economias e impõem uma disciplina que comprime o espaço de política econômica, criando uma armadilha estrutural que tende a reproduzir a subordinação financeira internacional e a exacerbar injustiças climáticas globais. Para enfrentar essa armadilha, propõem-se dois eixos de ação complementares, doméstico e internacional, orientados à reconstituição do espaço de política e à construção de uma arquitetura financeira internacional comprometida com a justiça climática.

PALAVRAS-CHAVE: espaço de política econômica, transição sustentável, gestores de ativos, subordinação financeira internacional.

ABSTRACT

Sustainable transition requires a significant volume of investments in the context of fundamental uncertainty, which tends to induce defensive behavior among private agents. Drawing on a post-Keynesian approach, it is argued that the State is the central agent for planning, coordinating, and financing this process. However, the Wall Street Consensus (WSC) subordinates the state's role to the logic of global finance, reducing it to a risk mitigator to attract institutional investors. The paper argues that Asset Manager Capitalism (AMC) deepens this problem in Emerging and Developing Economies (EDEs): by operationalizing the WSC, asset managers amplify these economies' external vulnerability and impose a discipline that compresses economic policy space, creating a structural trap that tends to reproduce international financial subordination and exacerbate global climate injustices. To address this trap, two complementary axes of action are proposed, domestic and

[1] Doutoranda no Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGE/IE-UFRJ).

international, aimed at reconstituting policy space and building an international financial architecture committed to global climate justice.

KEY-WORDS: policy space, sustainable transition, asset managers, international financial subordination.

1. INTRODUÇÃO

A transição sustentável é um processo de mudança de uma economia intensiva em emissões de Gases de Efeito Estufa (GEE) para uma economia de baixas emissões, visando reduzir danos ambientais e proporcionar um futuro resiliente. O paradigma dominante, o Consenso de Wall Street (CWS), coloca as finanças globais em uma posição de evidência para este processo o que, no entanto, se apresenta um desafio para que esta ocorra de forma efetiva e justa, tendendo, na verdade, a exacerbar as injustiças climáticas globais (Dafermos, 2025).

A partir de uma abordagem pós-keynesiana, a seção 2 do presente artigo expõe o Estado como um ente-chave para o sucesso deste processo, de forma que não deve ser tratado como um mero agente que absorve riscos e proporciona uma estrutura atraente para investidores institucionais globais e seus gestores de ativos. A incerteza fundamental, não-ergodicidade e não-neutralidade da moeda são características essenciais da economia. Em um contexto de crise climática e transição sustentável, a incerteza aumenta e os agentes tendem a adotar comportamentos defensivos. Dessa forma, o Estado deve ter evidência, uma vez que apenas ele dispõe da capacidade de planejar, coordenar, investir, financiar e assumir os riscos inerentes a uma transição de larga escala (Liang, 2025).

No entanto, a lógica curto-prazista e financeirizada impõe obstáculos para uma atuação que rompa com o paradigma dominante. No caso de Economias em Desenvolvimento e Emergentes (EDEs), os desafios são maiores, em função de sua posição subordinada no Sistema Monetário-Financeiro Internacional e das assimetrias monetária e financeira decorrentes dessa inserção, o que limita o espaço de política econômica dessas economias. A seção 3 do artigo expõe como que o *Asset Manager Capitalism* (AMC) traz um elemento adicional de vulnerabilidade, reduzindo o espaço de política e elevando o fator de "disciplina" sobre EDEs, através do papel desempenhado por índices e pelos gestores de ativos, especialmente em um contexto de crise climática.

Argumenta-se, na seção 4, que o arcabouço do CWS cria uma armadilha estrutural para a transição sustentável em EDEs, com o aprofundamento das assimetrias em uma lógica de injustiça climática global. Para combater essa armadilha estrutural e possibilitar a realização de uma transição sustentável justa, apresenta-se dois eixos de ação divididos, embora conectados, em iniciativas domésticas e internacionais, com base na literatura revisitada. O eixo doméstico destaca o papel da

Política Industrial Verde, atuação de Bancos de Desenvolvimento, Bancos Centrais e de uma taxonomia sustentável oficial. O eixo internacional se baseia na ideia de um SMFI justo, com base em Dafermos (2025). Esses eixos atuam como complementos e sua articulação define o horizonte de uma transição sustentável efetiva e justa para as EDEs.

2. O PAPEL DO ESTADO PARA UMA TRANSIÇÃO SUSTENTÁVEL EFETIVA E JUSTA: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA

A transição sustentável se trata de uma mudança de uma economia intensiva em emissões para uma de baixa emissões, com objetivo de reduzir danos ambientais, promover o uso eficiente de recursos naturais, minimizar a perda da biodiversidade e enfrentar as desigualdades sociais. Envolve uma reconfiguração profunda dos sistemas de produção, padrões de consumo e estratégias de investimento, além de estar intrinsecamente ligado à ideia de justiça social, de forma que o objetivo é "esverdear" a economia de forma justa e inclusiva (Feil et al., 2026).

A transição compreende políticas públicas e práticas econômicas voltadas à implementação de mudanças estruturais para uma economia de baixo carbono. Essas ações são um imperativo estratégico para enfrentar os desafios das alterações climáticas e ambientais atuais. Tais políticas públicas fundamentam-se em dois objetivos principais: adaptação e mitigação. A primeira compreende a implementação de estratégias que possibilitem à sociedade responder de forma resiliente à fenômenos naturais, como enchentes e secas. A segunda visa a redução das emissões líquidas GEE, com ênfase no desenvolvimento de tecnologias limpas (Horn, 2026).

A partir de uma abordagem pós-keynesiana, o sistema econômico possui como características a incerteza não-probabilística, não-ergodicidade, não neutralidade da moeda e a tomada de decisões pautada pela formação de expectativas em um contexto de informações incompletas[2] (Carvalho, 2020). O sistema econômico é aberto e orgânico, de forma que a incerteza é endógena e evolui conforma as mudanças estruturais e comportamentais designadas para atenuá-la, como instituições e convenções (Dow, 2014). A ausência de probabilidades quantificáveis é o caso geral, pois há um desconhecimento do leque de possibilidades futuras no momento de tomada de decisão (Keynes, 1921). Portanto, os agentes baseiam sua tomada de decisão em expectativas construídas sobre uma

[2] A incerteza não-probabilística deriva da ideia de que o futuro não é conhecível, mesmo que em princípio, pois as unidades de análises e suas interrelações não são pré-determinadas (Dow, 2014). A não-ergodicidade, por sua vez, é uma propriedade central da noção de Economia Monetária de Produção de Keynes e postula que não existem trajetórias pré-determinadas ou naturais para a economia, pois esta depende do conjunto de decisões tomadas em conjunto pelos agentes no momento presente (Carvalho, 2020). Em função desse desconhecimento substancial acerca do futuro, a tomada de decisão ocorre com base em expectativas, que podem ou não se concretizar, portanto, os agentes tendem a adotar um comportamento defensivo e manter parte de sua riqueza em forma líquida, a depender da confiança que possuem em suas expectativas (Carvalho, 2020; Feil et al., 2026).

base precária de conhecimento, de forma que a confiança que atribuem a estas é essencial para a determinação de seu comportamento.

Como consequência, os agentes tendem a adotar uma postura defensiva na alocação de sua riqueza, o que torna a consideração da preferência pela liquidez e de seus determinantes central para a compreensão desse sistema (Carvalho, 2020). Esse cenário é intensificado quando se considera a crise climática e a transição sustentável, devido à imprevisibilidade dos fenômenos naturais, de sua frequência e de seus impactos, especialmente em razão da ausência de uma base histórica adequada para comparação (Feil et al., 2026).

A crise climática e a transição ambiental impõem maiores riscos e incertezas ao sistema econômico. Por um lado, uma transição excessivamente rápida pode desencadear crises financeiras generalizadas, em decorrência da desvalorização abrupta de ativos associados à emissão de poluentes e ao elevado consumo de recursos ambientais. Por outro, uma transição lenta amplia a exposição a riscos físicos e desastres climáticos, acarretando elevados custos sociais, econômicos e financeiros. A percepção desses riscos intensifica o grau de incerteza e afeta a formação de expectativas dos agentes econômicos, estimulando a adoção de comportamentos mais defensivos (Feijó, Feil e Cavalcante, 2025).

A transição sustentável requer um elevado volume de investimentos voltados à mudança estrutural necessária, demandando, portanto, a mobilização de capital paciente para sua efetivação. Tal necessidade representa um desafio em um contexto marcado pela lógica curto-prazista e pela financeirização do sistema econômico, que restringem o espaço para objetivos que transcendam os retornos financeiros imediatos (Diop, 2025). Nesse contexto, o Estado deve assumir um papel central para o êxito desse processo, uma vez que apenas ele dispõe da capacidade de planejar, coordenar, investir, financiar e assumir os riscos inerentes a uma transição de larga escala (Liang, 2025).

Portanto, cabe ao Estado liderar esse processo em parceria com os demais setores da sociedade, estabelecendo diretrizes, formulando políticas habilitadoras e garantindo que a transição ocorra de forma equitativa. Para isso, torna-se necessária a coordenação e o alinhamento entre as políticas fiscal, monetária, cambial e industrial, em conjunto com a política de crédito público, de modo a assegurar a continuidade e a sustentabilidade do processo de transição. Além disso, o Estado deve garantir que a transição não aprofunde as desigualdades existentes, atuando na redistribuição de renda e no financiamento de bens públicos. Isso inclui a provisão de serviços sociais públicos capazes de auxiliar a população no processo de adaptação, promover a requalificação de trabalhadores oriundos de setores em declínio e preservar o bem-estar social (Feil et al., 2026). Nesse sentido, o Estado atua como um planejador social que, por meio de políticas macroeconômicas e marcos regulatórios,

coordena expectativas e reduz incertezas, tornando os setores de baixo carbono mais atrativos ao investimento privado (Alvarenga e Young, 2021).

Percebe-se a necessidade de uma atuação ativa do Estado como coordenador e planejador do processo de transição sustentável, dada a natureza incerta do sistema econômico e a tendência a comportamentos defensivos dos agentes privados. No entanto, a adoção de uma postura ativa e implementação de políticas macroeconômicas que possibilitem a transição efetiva e justa possui obstáculos políticos e financeiros, especialmente para Economias em Desenvolvimentos e Emergentes (EDEs). A próxima seção é responsável por apresentar os desafios impostos pela inserção subordinada de EDEs ao Sistema Monetário-Financeiro Internacional (SMFI), bem como a ampliação destes desafios tendo em vista a emergência do *Asset Manager Capitalism*.

3. ESPAÇO DE POLÍTICA ECONÔMICA NA ERA DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E DOS GESTORES DE ATIVOS

A integração subordinada ao SMFI e as assimetrias produtiva, monetária e financeira enfrentadas por EDEs fazem com que tais países enfrentem desafios econômicos mais complexos do que os de economias desenvolvidas, especialmente no campo da política macroeconômica e da estabilidade financeira (Alami *et al*., 2023). Após o fim do arcabouço institucional de Bretton Woods, as assimetrias monetária e financeira ganham notoriedade nessa dinâmica subordinada, a qual restringe as estratégias nacionais de desenvolvimento e de autoafirmação (Kaltenbrunner e Painceira, 2018).

A Subordinação Financeira Internacional (SFI) é um conceito abrangente cunhado para examinar porque o poder estrutural das finanças assume formas particularmente agressivas em EDEs. A SFI é uma característica contínua e sistêmica da economia capitalista global, constituindo uma relação de dominação espacial e saturada de poder, caracterizada pela subjugação entre diferentes espaços no mercado mundial e expressa por meio do dinheiro e das finanças. Manifesta-se como uma restrição à agência de múltiplos atores sociais, limitando a capacidade dos Estados de conduzir políticas macroeconômicas e financeiras autônomas. Ademais, implica transferência geográfica de valor através do mercado mundial, contribuindo para dinâmicas de desenvolvimento espacial desigual (Alami et al., 2023).

Sua forma e natureza se alteram de acordo com as relações monetárias e produtivas predominantes. Na era contemporânea, o fenômeno é moldado pelas características do capitalismo financeirizado e desempenha papel central na internacionalização dos circuitos de capital e na progressiva constituição de um "mercado mundial". Conforme argumentam os autores, nessa configuração específica, a SFI manifesta-se por meio da disseminação quase global das redes

internacionais de produção, ao mesmo tempo em que impulsiona e é moldada pela ascensão das *market-based finance*.

Após o desmantelamento do arcabouço institucional de Bretton Woods[3], o processo de globalização financeira se acelera e passa a reforçar as assimetrias monetária e financeira. O arcabouço de Bretton Woods, com taxa de câmbio fixa, porém ajustável, e regime global de controles de capitais, dotava economias periféricas de um maior espaço de política econômica. Na era da globalização financeira, por outro lado, há uma elevada instabilidade, especialmente a partir da década de 1990[4], e há uma maior restrição ao espaço de política econômica, o que torna o SMFI mais assimétrico (Fritz *et al*., 2018).

Essas assimetrias manifestam-se na distribuição hierárquica das moedas no sistema internacional, de acordo com sua capacidade de desempenhar as funções de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. A partir da equação $r_a = a + q - c + l$, apresentada no capítulo 17 da TG, Fritz et al. (2018) argumentam que as moedas se posicionam em uma hierarquia conforme o seu grau de liquidez (l), relacionado com sua habilidade de performar as funções da moeda internacionalmente. Nessa aplicação, "a" é a taxa de câmbio esperada, "q" é a taxa de juros de curto prazo e "c" o grau de abertura financeira. Para compensar a baixa liquidez, países periféricos oferecem maiores taxas de juros ou utilizam reformas liberalizantes que diminuem "c" para atrair investidores internacionais. Assim, a assimetria monetária se relaciona com a hierarquia de moedas, influenciada por "l", que é uma variável estrutural do sistema.

Por sua vez, a assimetria financeira refere-se à inserção desigual e vulnerável das EDEs no processo de globalização financeira, caracterizada por uma integração entre parceiros desiguais (Studart, 2006). Segundo essa análise, a interação dessas assimetrias em um contexto de globalização financeira reduz a autonomia das EDEs para implementar políticas econômicas voltadas a objetivos domésticos. Nesse sentido, diante do impacto de choques financeiros ou de balanço de pagamentos em um cenário mais amplo de instabilidade financeira, as EDEs comportam-se como *policy takers* e não como *policy makers* (Fritz et al., 2022).

Percebe-se, portanto, que o trilema de política econômica numa economia aberta[5] não se verifica na realidade. Conforme Rey (2015), há, na verdade, um dilema no qual a política monetária

[3] Em vigor entre 1944 e 1971.
[4] Momento em que diversas economias periféricas abrem suas contas de capital e o volume e volatilidade dos fluxos de capital aumentam, o que causa maiores flutuações cambiais e frequências e profundidade de crises financeiras (Fritz *et al*., 2018).
[5] O trilema postula que com livre mobilidade de capitais, a autonomia de política monetária seria garantida sob o regime de câmbio flexível. Portanto, o regime de câmbio flexível, em tese, resolveria o problema do trilema, qual seja, dentre os elementos: (i) autonomia de política monetária, (ii) taxa de câmbio fixa e (iii) livre mobilidade de capitais, só é possível ter dois destes três elementos vigentes de forma concomitante.

independente é possível apenas quando a conta financeira for administrada direta ou indiretamente via políticas macroprudenciais, independente do regime de câmbio. A autora aponta que fluxos transfronteiriços e alavancagem das instituições globais transmitem condições monetárias globalmente, mesmo sob regimes de taxa de câmbio flexível. Fritz et al. (2022) entendem que as assimetrias do SMFI fazem com que esse dilema seja mais forte em EDEs do que em economias centrais.

As assimetrias e a posição internacional de EDEs restringem estratégias nacionais de desenvolvimento e autoafirmação. Os mercados financeiros internacionais globalizados, financeirizados e hierárquicos impõem limitações à acumulação de capital em EDEs. Essas restrições operam por meio do impacto da movimentação destes fluxos financeiros sobre os principais preços macroeconômicos, como a taxa de câmbio e de juros, que passam a estar sujeitas a pressões estruturais de valorização/elevação e altos níveis de volatilidade (Kaltenbrunner e Painceira, 2018).

Nesse sentido, economias periféricas emergentes que emitem moedas não internacionais são particularmente vulneráveis aos ciclos de fluxo de capitais da globalização financeira, que tornam suas taxas de câmbio mais suscetíveis às decisões de portfólio de investidores estrangeiros e, ao mesmo tempo, possuem menor espaço de política para adotar medidas contracíclicas a estes efeitos adversos (Fritz et al., 2022).

Ao contrário da noção de que a globalização reforça a disciplina de mercado, preconizada pela economia convencional, a instabilidade macroeconômica pode ser endógena da operação de políticas convencionais sob assimetria monetária e financeira na ausência de mecanismos defensivos (Fritz et al., 2018). A seguir, expõe-se como as políticas monetária e fiscal são constrangidas pela integração subordinada e assimetrias do SMFI enfrentadas por EDEs.

Dada a dependência dos fluxos de capitais às condições externas em EDEs, bem como a inserção relativamente marginal dos ativos destas economias em carteiras de investidores globais desde a década de 1990, estas economias sofrem com grandes vulnerabilidades e volatilidades. A necessidade de conter a volatilidade excessiva das taxas de câmbio motiva intervenções sistemáticas de Bancos Centrais (BCs) nos mercados cambiais, que utilizam mecanismos defensivos – como a acumulação preventiva de reservas estrangeiras – para atender necessidades imprevistas (Paula et al., 2017).

Quando o ciclo financeiro global é impactado por políticas contracionistas adotadas pelos países centrais ou pelo aumento da preferência pela liquidez por parte dos investidores internacionais, os ativos das EDEs tendem a ser os primeiros a ser vendidos, fenômeno conhecido como *flight to quality*. Para lidar com a depreciação cambial decorrente dessa saída de capitais, os *policy-makers* frequentemente elevam a taxa de juros doméstica. Em contrapartida, em períodos de "*boom*", o maior

apetite ao risco favorece o influxo de capitais para ativos de EDEs, provocando apreciações cambiais. Dessa forma, essas economias tornam-se particularmente suscetíveis a ciclos de *boom-bust*. Como consequência dessas intervenções recorrentes, a interação entre a taxa de câmbio e a taxa de juros de política monetária se intensifica, resultando em uma redução da autonomia monetária dessas economias (Fritz et al., 2018).

A hierarquia monetária exige a adoção de políticas específicas capazes de compensar as diferenças de liquidez entre as moedas. Entre essas medidas, destacam-se a implementação de controles de capitais, com o objetivo de gerar diferenciais entre as taxas de juros *onshore* e *offshore*, e a adoção de políticas ortodoxas voltadas à elevação das taxas de juros domésticas como forma de compensar o menor prêmio de liquidez das moedas periféricas. No caso da administração dos fluxos de capitais, persistem dificuldades associadas às expectativas recorrentes de desvalorização das moedas periféricas. Por outro lado, a adoção de um receituário ortodoxo tende a tornar o investimento e o crescimento doméstico dependentes dos fluxos internacionais de capitais, conduzindo a um padrão de crescimento baseado no endividamento externo e, potencialmente, à valorização da moeda doméstica e à perda de competitividade internacional (Paula et al., 2017).

A política monetária em países emergentes, portanto, precisa ser mais contracionista do que em economias centrais para produzir o mesmo efeito sobre a demanda agregada. Em síntese, sua condução é condicionada pela dinâmica dos fluxos de capitais e das taxas de câmbio, pela forte influência da taxa de câmbio sobre a inflação e pelos efeitos da volatilidade cambial sobre variáveis reais dessas economias (*ibid*.).

A política fiscal de EDEs é frequentemente gerida de forma pró-cíclica, uma vez que a reversão abrupta de fluxos de capitais, mesmo que causada por fatores exógenos, exigirá aperto fiscal para compensar os efeitos negativos da depreciação cambial sobre o saldo fiscal, bem como para inspirar confiança nos investidores globais. Uma das consequências fundamentais da liberalização da conta de capitais é que os "fundamentos" de EDEs tornam-se sujeitos às avaliações constantes de investidores estrangeiros e agências de *rating*. Assim, a política fiscal é utilizada para reduzir receios destes mercados, o que impõem um limite à implementação de políticas fiscais contracíclicas nestas economias.

Portanto, a "disciplina de mercado" imposta sobre essas economias não é decorrente apenas do endividamento em moeda estrangeira, mas também da presença de investidores institucionais globais em seus mercados financeiros estrangeiros. Essa dinâmica torna as economias vulneráveis às decisões de alocação de riqueza destes investidores, que são movidos por ganhos especulativos ou pela necessidade de atingir metas de retorno. Em momentos de crise ou mudança no "humor" do mercado,

os recursos são retirados rapidamente de EDEs, o que desvaloriza a sua taxa de câmbio e contribui para a instabilidade financeira destes países (Bonizzi, 2017; Prates, 2020).

O espaço de política econômica no Sistema Monetário e Financeiro Internacional (SMFI), na era da globalização financeira, é condicionado por dois fatores centrais: o grau de soberania monetária e a posição ocupada pela moeda nacional na hierarquia monetária internacional (Prates, 2020). A autora define soberania monetária a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, segundo a qual ela não depende apenas do poder político de emissão da moeda, mas também da capacidade do Estado de controlar os mercados monetários, sustentar as convenções de aceitabilidade da moeda e mitigar as pressões decorrentes da hierarquia financeira internacional. No caso das EDEs, o espaço de política econômica varia conforme o grau de soberania monetária de cada país. Assim, economias como Equador, Turquia e Peru dispõem de menor autonomia, enquanto China, Brasil, México e Índia apresentam maior margem de manobra para a condução de políticas macroeconômicas e financeiras.

Para uma análise de economias específicas, é preciso identificar os três fatores que moldam o seu espaço de política econômica. O primeiro é a posição relativa da moeda em relação à outras econômicas periféricas, com reconhecimento do tipo de internacionalização que esta moeda passa. O segundo fator é a restrição externa em função da posição desta moeda na hierarquia. Por fim, destaca-se o papel do regime macroeconômico, definido como a interação entre políticas macroeconômicas dentro de um arcabouço institucional, com consideração do regime da taxa de câmbio, bem como o grau de abertura financeira, que se relaciona inversamente com o espaço de política em uma economia periférica (Prates, 2020).

3.1. Efeitos do *Asset Manager Capitalism* sobre o *policy space* de economias em desenvolvimento e emergentes

O *Asset Manager Capitalism* (AMC), visto como uma mudança fundamental e uma nova fase na estrutura do sistema financeiro global, introduz novos desafios para economias sob SFI (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024). Esta nova fase do sistema financeiro tem como característica um aumento de instituições financeiras que gerenciam riqueza por meio de fundos mútuos e *exchange-traded funds* (ETFs), bem como de instituições menos regulamentadas e mais alavancadas como principais acionistas da economia – como fundos de *hedge*, *private equity* e *venture capital funds*. A propriedade de ativos torna-se concentrada por poucas instituições com grande participação no mercado, ditas "proprietárias universais" (Fichtner et al., 2021), como BlackRock, Vanguard e State Street (Braun e Christophers, 2024).

A ascensão do AMC gerou uma série de alterações na economia, como: (i) concentração da propriedade de ativos; (ii) substituição dos bancos como principais entes da intermediação financeira

por poucos grandes gestores de ativos; (iii) maior papel das estratégias passivas, através da replicação da performance de índices de mercado específicos (Braun e Christophers, 2024); (iv) importância crescente dos provedores de índices na condução dos fluxos de capital (Petry et al., 2021)[6]; (v) reforço do financiamento baseado no mercado, caracterizado pela proliferação de *financial securities* para armazenar riqueza e prover liquidez através de relações financeiras *collateral-based* (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024).

Como consequência da elevada presença dos gestores de ativos nas economias centrais, em termos de escala e profundidade, altera-se a dinâmica de poder e de saída de mercado dessas instituições. O complexo de gestão de ativos pode contribuir para maior estabilidade e para o fornecimento de capital paciente, especialmente nos Estados Unidos, emissor da moeda-chave do SMFI. A atuação desses gestores como proprietários universais reduz significativamente sua capacidade de vender ativos sem provocar impactos negativos sobre o mercado como um todo. Em razão de sua elevada participação acionária e de portfólios altamente diversificados, seu interesse deixa de se concentrar no desempenho de empresas individuais e passa a priorizar o crescimento e a estabilidade da economia agregada. Assim, tais instituições tornam-se mais inclinadas a considerar fatores que afetam a economia global, abrindo espaço para a formulação de estratégias de longo prazo e para a provisão de capital paciente (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024).

Por outro lado, a maior exposição das EDEs às gestoras de ativos pode ampliar sua vulnerabilidade às condições financeiras globais e ao risco de oscilações abruptas nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos. Essa vulnerabilidade decorre da influência dos índices financeiros sobre a alocação de recursos[7], das estratégias globais de investimento e das estruturas específicas de passivos dessas economias. Para a maior parte dos clientes das gestoras de ativos, os ativos de EDEs são percebidos como instrumentos arriscados voltados ao "crescimento", sendo negociados sobretudo no âmbito de estratégias de redução de risco e/ou maximização de retornos. Além disso, a inserção dessas gestoras nas EDEs concentra-se, principalmente, em setores associados às vantagens comparativas tradicionais e no setor financeiro, com destaque para a crescente participação em títulos públicos (*ibid*.).

[6] Os Gestores de Ativos, mais do que outros investidores financeiros, utilizam índices para embasar suas decisões de investimento, o que traz um elemento adicional de volatilidade para os fluxos financeiros (Raddatz et al., 2017). Ao invés de decisões ativas de compra e venda, o comportamento de investimento passa a ser caracterizado por um benchmark trading de caráter quase mecânico, frequentemente dissociado das complexas realidades dos mercados financeiros subjacentes. Essas flutuações mecânicas são particularmente relevantes para EDEs, uma vez que os investidores se concentram em torno dos mesmos índices, o que causa movimentos de sincronia (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024).

[7] Fichtner et al. (2021) demonstram como o uso de índices contribui para consolidar a hierarquia financeira global, uma vez que os provedores de índices determinam as regras que orientam os fluxos financeiros e às quais os atores de EDEs precisam se adequar.

A participação dos ativos de mercados emergentes nos ativos totais de fundos globais diminuiu significativamente em anos de crises, como 2008 e 2021, de forma que as gestoras de passivos permanecem menos comprometidas com estes ativos em comparação com os de economias como os EUA, o que facilita um potencial retirada destes e mantém a ameaça de saída. Tais atores possuem uma elevada sensibilidade a fatores globais, especialmente a partir de índices de mercado. Assim, há uma contribuição para a instabilidade financeira e vulnerabilidade externa destes países (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024).

Em função dessa postura dos gestores e investidores, gera-se uma demanda por compensação dos riscos de mercados emergentes por meio de altos retornos ou de políticas macroeconômicas de redução de riscos (Gabor, 2023). Embora essas políticas possibilitem a proteção e a integração financeira, restringem o espaço para políticas macroeconômicas voltadas a objetivos internos e à criação das condições necessárias para mudanças estruturais de longo prazo ou para o enfrentamento da crise climática (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024). Essas pressões por redução de riscos conduzem a uma homogeneização global das estruturas institucionais, regulatórias e de governança, fenômeno que Gabor (2020) denomina "americanização" das finanças globais. Configura-se, portanto, um poder estrutural ancorado na ameaça constante de saída de capital dessas economias, caso não sigam as regras estipuladas por esses grandes gestores de ativos ou não alcancem os desempenhos positivos exigidos por índices específicos, que por vezes estão desvinculados do desempenho dessas economias[8] (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024).

4. TRANSIÇÃO SUSTENTÁVEL EM ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO E EMERGNTES: DESAFIOS E PERSPECTIVAS

Apesar das emissões de GEE responsáveis em grande medida pela mudança climática terem sido geradas principalmente por países do Norte Global, a mudança climática afeta desproporcionalmente as EDEs. As iniciativas empregadas em relação ao clima nas finanças negligenciam as questões da justiça climática global, com aprofundamento das desigualdades Norte-Sul (Dafermos, 2025). A presente seção expõe o direcionamento do paradigma dominante, o Consenso de Wall Street (CWS), para a transição sustentável em EDEs, bem como suas implicações para o processo e para o espaço de política em um contexto de injustiça climática. Ademais, apresenta as perspectivas para uma atuação que proporcione uma transição sustentável efetiva e justa.

[8] Os autores apresentam o caso do Brasil que entre janeiro de 2011 e 2014 registrou resgates acumulados de US$ 13 bilhões por parte de gestores de ativos, o que representou uma redução de mais de 40% no valor de ativos brasileiros, apesar de uma taxa média de crescimento do PIB de 3%. Os autores argumentam que esse ajuste pode ser explicado pela redução do peso das ações brasileiras no índice MSCI-EM, que passou de 15% para 10% em função do desempenho inferior do mercado acionário brasileiro.

Gabor (2021) identifica o CWS como um esforço elaborado para reorganizar as intervenções de desenvolvimento em torno de parcerias com o setor financeiro global. O CWS atua como uma atualização do Consenso de Washington para a era do *portfolio glut* (excesso de portfólio) pós-crise financeira de 2008, com o objetivo de "escoltar" investidores institucionais do Norte Global e seus gestores para que invistam em classes de ativos de desenvolvimento, Como consequência, as ambições dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU são transformadas em oportunidades de mercado e projetos "investíveis". Em divergência com o Consenso de Washington, que focava na tríade de estabilização, liberalização e privatização, o CWS baseia-se na ideia central de "desenvolvimento como *derisking*". Nesse novo paradigma, o Estado é recrutado para absorver riscos de demanda, políticos e cambiais em seu próprio balanço público, criando uma rede de segurança que garante a rentabilidade do capital privado.

O ponto de partida da agenda de mitigação de riscos climáticos é o argumento de que, devido ao espaço fiscal limitado, EDEs não têm capacidade para realizar investimentos climáticos suficientes apenas com recursos financeiros públicos (Dafermos, 2025). Portanto, agências internacionais de desenvolvimento e governos devem se associar ao capital institucional global, como fundos de pensão, companhias de seguros, fundos de hedge ou *private equity* a fim de transformar as propriedades públicas em uma classe de ativos investíveis (Gabor e Samba-Sylla, 2023).

Para tornar esse desenvolvimento “investível”, o CWS possui uma estratégia de dois pilares: envolver o Estado na proteção de ativos contra riscos e acelerar a transformação estrutural dos sistemas financeiros locais rumo a um sistema financeiro baseado no mercado que atenda melhor aos investidores de portfólio – a americanização dos sistemas (*ibid*.). Nesse modelo, o Estado cria uma rede de segurança para o capital privado, transferindo os riscos de (baixa) demanda, políticos (como regulações climáticas ou elevação do salário-mínimo), de liquidez (BCs atuando como formador de mercado de última instância) e cambiais (oferta de mecanismos que protejam os lucros de desvalorizações da moeda local) para o setor público.

Como consequência deste arcabouço, pontua-se: (i) a restrição ao espaço de políticas públicas; (ii) problemas fiscais e orçamentários; (iii) fragilidade financeira e alta dependência do dólar; (iv) captura da agenda climática e greenwashing. Em relação ao primeiro ponto, o WSC reduz drasticamente a autonomia de governos para implementar estratégias nacionais de desenvolvimento, pois o Estado se transforma em um agente de mitigação de riscos e subordinada as prioridades públicas à proteção dos lucros do capital financeiro global (Gabor, 2021).

Neste contexto, políticas sociais, como aumento do salário-mínimo, nacionalização de recursos ou implementação de regulações climáticas mais rígidas, são “riscos políticos” que ameaçam o fluxo

de caixa dos investidores. Sob contratos de Parcerias Público-Privada (PPP), se o Estado implementar tais medidas, pode ser obrigado a compensar financeiramente os investidores, o que desencoraja reformas sociais e ambientais. O Estado de *derisking*, ao contrário do Estado desenvolvimentista, carece de uma visão estratégica autônoma e possui a função de escoltar o capital privado e planejar projetos de PPP, perdendo ferramentas para coordenar uma transição justa para uma economia de baixo carbono.

Ademais, há um engessamento macrofinanceiro, pois o modelo preserva a independência dos BCs, com foco na inflação e disciplina fiscal imposta pelos mercados de título, o que impede a coordenação entre o BC e a tecnocracia desenvolvimentista para políticas industriais estratégias, além de proibir a utilização de medidas para administrar os fluxos de capitais (Gabor, 2021).

Em relação à segunda consequência, destaca-se que as PPPs, embora apresentadas como mecanismos para contornar restrições orçamentárias, frequentemente geram passivos contingentes expressivos que não se refletem imediatamente na dívida pública, configurando-se, assim, como instrumentos de transferência de recursos públicos para o capital privado. No terceiro ponto, a "americanização" das finanças implica uma maior exposição dos países ao ciclo financeiro global e às condições de financiamento em dólares. Por fim, o CWS permite que o setor financeiro assuma o papel de "guardião epistêmico" das taxonomias verdes por meio de classificações privadas de ESG, ampliando os riscos de *greenwashing*.

A busca pela transição sustentável a partir das finanças, como posto atualmente, negligencia questões de justiça climática global, relacionadas a: (i) responsabilidade historicamente maior do Norte Global pela crise climática; (ii) os efeitos desproporcionais maiores da crise climática em EDEs e (iii) a posição subordinada destes países na arquitetura financeira global que, em combinação com seu menor nível de desenvolvimento, restringe sua capacidade de financiar ações climáticas. Essas iniciativas e políticas exacerbam a injustiça climática e ignoram as especificidades de EDEs. Portanto, caso a justiça não seja considerada pelos mecanismos de financiamento climático, os desafios enfrentados por tais países será exacerbado (Dafermos, 2025).

O autor identifica três canais pelos quais esse arcabouço do CWS reforça as injustiças globais: (i) a exposição através da autoproteção; (ii) a descarbonização através da exploração; (iii) e o *derisking* climático. O primeiro canal sugere que a injustiça financeira climática pode surgir das tentativas contínuas do setor financeiro de se proteger contra riscos climáticos, especialmente físicos. A severidade e frequência de eventos relacionados ao clima interrompe a atividade econômica e pode levar a perdas de crédito e de mercado que afetam negativamente a liquidez e a solvência das instituições financeiras. Em resposta a isso, as instituições financeiras globais buscam reduzir sua

exposição, o que exerce pressão sobre preços de títulos e aumenta o custo de empréstimo para EDEs. Como resultado, tais países enfrentam uma maior carga de dívida e redução em sua capacidade de financiar gastos. A dinâmica das agências de classificação de crédito pode amplificar esse processo, à medida que a incorporação de riscos físicos em seus modelos de avaliação leva ao rebaixamento da classificação desses países simplesmente por sua maior tendência a eventos relacionados ao clima.

O canal de descarbonização por exploração reforça a injustiça climática pois políticas e iniciativas climáticas para mitigação ocorrem sem a introdução de condicionantes sobre como a descarbonização será alcançada. Assim, "descarbonizar explorando" se refere ao processo pelo qual medidas de financiamento climático que carecem da noção de justiça climática induzem governos e empresas do Norte Global a adotar práticas extrativistas verdes, ou seja, voltadas à extração e expropriação de recursos de forma que prejudica populações locais e ecossistemas em nome da "transição verde" (Bruna, 2022).

Em adição à essa exploração de recursos naturais impulsionada por projetos sustentáveis no Norte Global, EDEs frequentemente se encontram em uma posição de "restrição de sobrevivência" (Angrick, 2018) – estão sob pressão constante para atrair financiamento estrangeiro a fim de superar os limites impostos por sua posição no balanço de pagamento – e para aliviar essa condição adotam estratégias de exportação de curto prazo para produtos de baixo valor agregado, como commodities agrícolas e recursos naturais. Isso impede tais países de desenvolver estratégias industriais de longo prazo focadas em produção de alto valor agregado e essa exploração e exportação da natureza para acessar moedas centrais agrava a crise climática nesses países (Svartzman e Althouse, 2022).

O terceiro canal, de "*derisking* climático", proporciona oportunidades de lucros para instituições financeiras do Norte Global através da transferência de riscos para o setor público de EDEs. As ferramentas de mitigação de risco podem criar passivos contingentes para estes governos e aumentar os gastos públicos sem necessariamente contribuir para um desenvolvimento alinhado ao clima. Essa abordagem é particularmente problemática do ponto de vista da justiça (Dafermos, 2023), pois embora as instituições financeiras do Norte tenham financiado projetos intensivos em carbono que contribuíram para o aquecimento global, que prejudica especialmente EDEs, agora desejam aumentar sua rentabilidade às custas destes países através da exploração das necessidades que foram criadas devido à crise climática (Dafermos, 2025).

O *derisking*, nesse arcabouço, permanece comprometido com o status quo macrofinanceiro estabelecido pelo Consenso de Washington – BC independente, restrições fiscais, ampla mobilidade de capitais e finanças privadas levemente regulamentadas. Isso debilita estruturalmente a capacidade de EDEs em disciplinar o capital privado para perseguir metas de industrialização verde. O capital

estrangeiro domina a relação Estado-capital, o que permite que investidores poderosos de países do Norte Global escrevam novas regras verdes que ameaçam aprofundar ainda mais as dependências financeiras e tecnológicas (Gabor e Samba-Sylla, 2023). Os Estados são restringidos por novos entrelaçamentos infraestruturais com as finanças privas, das quais depende para a implementação de políticas monetárias, fiscais, habitacionais ou climáticas (Braun, 2021; Dafermos et al., 2021; Gabor e Samba-Sylla, 2023).

O direcionamento que o Consenso de Wall Street confere à Transição Sustentável é problemático para a sua que este processo seja efetivo e justo, especialmente em EDEs. A necessidade de atuação do Estado, assim como exposto na primeira seção do artigo, é evidente, em função da incerteza não-probabilística, preferência por liquidez dos agentes privados, dos elevados recursos necessários para a adaptação e mitigação e a capacidade única deste ente em planejar, coordenar, investir, financiar e assumir riscos para o sucesso deste processo. No entanto, existe uma "camisa de força" de política econômica que limita sua atuação, especialmente após o processo de liberalização financeira que diversas EDEs passaram nos anos 1990 (Cano, 2017).

Esse arcabouço institucional, que busca reorganização as intervenções de desenvolvimento em torno de parceiras com o setor financeira global, coloca o Estado em uma posição subordinada ao capital, como garantidor de lucros e absorvedor de riscos (Gabor, 2021). O espaço de política econômica é restringido por essa lógica da rentabilidade do capital financeiro global. Em vez de planejar o desenvolvimento com base em necessidades sociais ou industriais, a capacidade governamental é consumida pela identificação de projetos "investíveis" e pela criação de condições que atraiam gestores de ativos. Ademais, políticas sociais e ambientais progressistas se enquadram em "riscos políticos" que devem ser mitigados para proteger o fluxo de caixa dos investidores. Crises cambiais e fuga de capitais são uma ameaça constante através da qual os investidores "disciplinam" os governos, especialmente quando candidatos progressistas assumem o poder em tais países (Svartzman e Althouse, 2022).

Na era do *Asset Manager Capitalism* (AMC), a restrição ao espaço de política de EDEs é aprofundada, pois a subordinação financeira destes países aumenta, transformando a gestão macroeconômica em uma ferramenta de mitigação de riscos para investidores globais (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024). Embora a manifestação do AMC no hegemon possa conferi-lo de capital paciente, em EDEs há uma ameaça permanente de saída que disciplina estes governos. Os provedores de índices – como MSCI e JP Morgan – atuam como os novos guardiões desse sistema pois, caso os governos não sigam regras e padrões globais de infraestrutura e política macroeconômica, há um risco de exclusão de seus títulos de índices e ETFs, o que funciona como uma sanção disciplinar severa (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024).

Argumenta-se, portanto, que o arcabouço posto pelo CWS se apresenta como uma armadilha estrutural que perpetua as assimetrias monetária, financeira, produtiva e tecnológica enfrentada por EDEs, bem como colabora para a manutenção de sua posição subordinada no SMFI. Essas economias enfrentam uma dupla injustiça: são mais vulneráveis aos impactos climáticos e possuem menos capacidade de mobilizar recursos para a transição sustentável. Adicionalmente, recaem sobre esses países os custos de adotar estratégias curto-prazistas voltadas ao enfrentamento da "restrição de sobrevivência" e ao acesso às moedas centrais, ao mesmo tempo em que suas políticas econômicas permanecem subordinadas à lógica e às exigências dos investidores institucionais e gestores de ativos.

Para combater essa armadilha estrutural e possibilitar a realização de uma transição sustentável justa, apresenta-se dois eixos de ação divididos, embora conectados, em iniciativas domésticas e internacionais, com base na literatura revisitada. No plano doméstico, a reconstituição do espaço de política econômica para uma transição sustentável justa requer um conjunto articulado de instrumentos que, embora não eliminem as assimetrias estruturais do SMI, podem reduzir a dependência de fluxos de capital volátil e ampliar a capacidade estatal de coordenar o investimento de longo prazo. Destacam-se, nesse sentido, a Política Industrial Verde (PIV), os Bancos de Desenvolvimento (BDs), as taxonomias sustentáveis oficiais e o papel dos Bancos Centrais (BCs), instrumentos que, para serem eficazes, precisam operar de forma coordenada e mutuamente reforçada. No plano internacional, trata-se de reformar a arquitetura financeira global de modo a que o financiamento climático deixe de reproduzir a subordinação das EDEs e passe a reconhecer as responsabilidades históricas diferenciadas na crise climática. Nota-se que essas dimensões são mutuamente condicionantes pois sem avanço na governança internacional, os mecanismos domésticos possuem alcance limitado e sem a capacidade estatal doméstica, as EDEs possuem pouca condição de negociação e ação. A seguir, explora-se, suscintamente, os elementos dos eixos mencionados.

Com o objetivo de enfrentar a assimetria do SMFI, reduzir o poder estrutural das finanças globais e ampliar o espaço de política econômica nas EDEs, a literatura keynesiana-estruturalista propõe quatro eixos de ação: gestão ativa da taxa de câmbio, fortalecimento de instrumentos defensivos, redefinição da política monetária e promoção de mudanças estruturais de longo prazo (Paula et al., 2017). Nesse sentido, defende-se a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva e estável por meio de um regime de câmbio flutuante administrado, a adoção de controles sobre os fluxos de capitais e a acumulação de reservas internacionais para ampliar a autonomia monetária e reduzir a vulnerabilidade externa. Além disso, argumenta-se em favor da flexibilização dos regimes rígidos de metas de inflação e da redução da dependência de capitais estrangeiros, permitindo menores taxas de juros e maior estímulo ao investimento doméstico. Por fim, destacam-se o desenvolvimento dos

mercados financeiros domésticos e o uso de políticas industriais e setoriais como instrumentos fundamentais para estimular o financiamento em moeda local e promover a modernização produtiva.

A PIV desempenha um papel fundamental na transformação estrutural necessária para um futuro de baixo carbono, superando os simples mecanismos mercado. A mitigação das mudanças climáticas exige uma mudança de paradigma para uma forma diferente de produzir. A PIV deve ser desenhada com vistas a incentivar as empresas a aumentarem a eficiência de recursos em seus processos produtivos e cadeias de suprimentos, bem como transformar a estrutura produtiva da economia por meio de inovações e do desenvolvimento de indústrias de baixo carbono. A intervenção estatal e o apoio à pesquisa e desenvolvimento são cruciais para a criação dessa nova estrutura (Anzolin e Lebdioui, 2021). O Estado desempenha um papel empreendedor ao incubar inovações transformadoras e orientar o progresso técnico contra a tendência de tecnologias que esgotam a natureza (Vasudevan, 2024).

Os BDs, por sua vez, auxiliam no direcionamento para a transição sustentável pois são instrumentos vitais para o processo de desenvolvimento e *catching-up* em EDEs, se apresentando como um "braço de política pública". A política de crédito de BDs é vista como essencial para a gestão da demanda agregada, para além das políticas fiscal e monetária. Em EDEs, essas instituições podem desempenhar um papel central ao garantir que o investimento produtivo não fique refém da preferência por liquidez do setor financeiro privado. Portanto, possuem uma atuação que pode proporcionar capital paciente para a mudança estrutural requerida por esse processo. Nota-se, entretanto, que a sua eficácia em promover o desenvolvimento sustentável depende crucialmente de sua coordenação com outras políticas, como fiscal, monetária, cambial e industrial (Feil e Feijó, 2021).

Taxonomias sustentáveis oficiais são um instrumento central de governança financeira e política pública, essenciais para operacionalizar a reorientação dos fluxos financeiros globais em direção a iniciativas de baixo carbono e resiliência climática, conforme estabelecido pelo Acordo de Paris. A adoção de taxonomias oficiais cria uma "linguagem comum", que oferece critérios objetivos e científicos para classificar ativos e iniciativas, com redução das assimetrias de informação e garantindo que o capital seja canalizado para setores estratégicos para a transição sustentável. Essa regulação se apresenta como uma referência normativa completa e vinculante (Feijó et al., 2025). Portanto, é uma ferramenta estratégica na prevenção do *greenwashing*, característico do arcabouço do CWS (Gabor, 2021).

Os BCs, por sua vez, devem incorporar os riscos climáticos em seus arcabouços de política, independentemente de terem ou não um mandato explícito para a sustentabilidade. As mudanças

climáticas impactam diretamente as responsabilidades tradicionais dessas instituições, como estabilidade de preços e financeira. Portanto, como esses riscos podem afetar variáveis macroeconômicas e a estabilidade do sistema financeiro, os BCs precisam lidar com essa ameaças. Para além de ser o guardião dessa estabilidade, a transição sustentável é facilitada com uma atuação catalisadora dos BCs, "esverdeando" a economia (Dikau e Volz, 2021) e atuando como "formulador de políticas climáticas" (Kedward, Gabor e Ryan-Collins, 2024).

No âmbito internacional, Dafermos (2025) propõe três pilares para a construção de um Sistema Financeiro Globalmente Justo capaz de apoiar a transição sustentável nas EDEs. O primeiro refere-se ao princípio das "responsabilidades diferenciadas", segundo o qual as políticas financeiras devem reconhecer que as EDEs possuem menor responsabilidade histórica pela crise climática e, portanto, não podem ser submetidas a penalidades ambientais que comprometam suas perspectivas de desenvolvimento. O segundo pilar defende o alinhamento das ações de mitigação das instituições financeiras do Norte Global com os princípios da justiça climática, condicionando o apoio financeiro a empresas à ausência de práticas de extrativismo verde. Por fim, o autor propõe a criação de mecanismos permanentes de justiça climática, argumentando que o financiamento da transição não deve depender exclusivamente de empréstimos convencionais que ampliem o endividamento das EDEs. Nesse contexto, destaca-se a proposta da *Climate Just Facility* (CJF), baseada na emissão de reservas por Bancos Centrais do Norte Global, fundamentada nas responsabilidades históricas pelas emissões. Esses recursos seriam disponibilizados com juros próximos de zero e sem exigência de reembolso do principal, funcionando como uma forma de reparação da "dívida climática" do Norte em relação ao Sul e sendo destinados à adaptação climática, à cobertura de perdas e danos e ao fortalecimento da participação das comunidades locais no processo de transição (Dafermos, 2025).

Nota-se que uma proposta transformadora dessa natureza enfrenta diversos desafios políticos e técnicos. Entre eles, destacam-se a resistência das instituições financeiras privadas, a necessidade de redefinição dos mandatos dos Bancos Centrais para incorporar objetivos de justiça climática global e a dificuldade de mobilizar a opinião pública dos países do Norte em favor da ideia de que a estabilidade econômica das EDEs produz benefícios sistêmicos para a economia global. Somam-se a isso os desafios relacionados à definição de uma taxonomia climática global e à mensuração da dívida climática histórica dos países do Norte Global.

Esses desafios, contudo, não diminuem sua relevância analítica nem sua urgência normativa. Em um contexto em que a crise climática avança de forma assimétrica e o financiamento disponível reproduz as hierarquias que aprofundam essa assimetria, a construção de alternativas ao CWS passa necessariamente por reformar a arquitetura financeira internacional. Os instrumentos domésticos aqui elencados e as propostas de justiça climática global não são substitutos, mas complementos – e é

precisamente essa articulação entre os dois eixos que define o horizonte de uma transição sustentável efetiva e justa para as EDEs.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo expos, a partir de uma abordagem pós-keynesiana, a necessidade de uma postura ativa do Estado para uma transição sustentável efetiva e justa. Esse ente é essencial pois apenas este dispõe da capacidade de planejar, coordenar, investir, financiar e assumir os riscos inerentes a uma transição de larga escala (Liang, 2025). No entanto, essa necessidade se defronta com a lógica curto-prazista e financeirização do sistema econômico, que são restrições à busca de objetivos que transcendam retorno financeiros imediatos (Diop, 2025). Esse desafio é especialmente complexo para EDEs, que enfrentam assimetrias monetária e financeira em uma posição subordinada no SMFI.

As assimetrias e a posição internacional de EDEs restringem a adoção de políticas econômicas autônomas e a adoção de estratégias nacionais de desenvolvimento e autoafirmação. Essas restrições operam por meio do impacto da movimentação destes fluxos financeiros sobre os principais preços macroeconômicos, como a taxa de câmbio e de juros, que passam a estar sujeitas a pressões estruturais de valorização/elevação e altos níveis de volatilidade (Kaltenbrunner e Painceira, 2018). Nesse sentido, EDEs estão vulneráveis aos ciclos *boom-bust* definido, principalmente, por políticas econômicas do Norte Global ou pela preferência por liquidez dos investidores institucionais (Fritz et al., 2022).

A ascensão da Era dos Gestores de Ativos se apresenta como um desafio adicional para estas economias. Embora o AMC traga possibilidades de expansão do capital paciente no hegemon, em EDEs esse arcabouço introduz um elemento de instabilidade, especialmente em função da maior vulnerabilidade a fatores globais e índices. O "poder de saída" destes capitais se mantém elevado e atua disciplinando os governos de EDEs que, quando não cumprem os requisitos rígidos de infraestrutura e política definidas pelos gestores e provedores de índices, são excluídos, sofrendo sanções automáticas de mercado (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2024).

Dentro deste arranjo do SMFI, o paradigma dominante que guia a transição sustentável global é o CWS. Argumenta-se que este arcabouço se apresenta como uma armadilha estrutural, que perpetua as assimetrias e a posição subordinada de EDEs no SMFI. Nesse sentido, este Consenso não se direciona para uma transição sustentável efetiva e justa, pelo contrário: atua em um sentido de aumentar as injustiças globais (Dafermos, 2025).

Para romper com esse paradigma e com a armadilha estrutural dele decorrente, torna-se necessária uma atuação estatal que transcenda o *status quo* estabelecido pelo regime macrofinanceiro do CWS

e pelo legado do Consenso de Washington. Nesse sentido, o presente artigo propõe dois eixos complementares de ação para ampliar a capacidade de atuação dos Estados: o doméstico e o internacional. Esses eixos não devem ser entendidos como substitutos, mas como dimensões articuladas e indispensáveis para que a transição sustentável ocorra sem impor custos desproporcionais ao Sul Global. No plano doméstico, destaca-se a importância da PIV, da atuação coordenada de BDs, BCs e de taxonomias sustentáveis oficiais, orientadas por objetivos nacionais de desenvolvimento e não pelos interesses dos investidores institucionais e gestores de ativos. Contudo, para que essa transição seja efetivamente sustentável e justa, é necessário também repensar a arquitetura do SMFI a partir de uma perspectiva de justiça climática global, reconhecendo as responsabilidades historicamente diferenciadas entre Norte e Sul Global.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALAMI, Ilias et al. International financial subordination: a critical research agenda. Review of International Political Economy, v. 30, n. 4, p. 1360-1386, 2023.

ALVARENGA, Marcio Junior; YOUNG, Carlos Eduardo Frickmann. Princípios para a construção de uma macroeconomia pós-keynesiana do meio ambiente: revisitando Keynes em tempos de crises. **Dosssiê AKB-ECOECO: o desafio contemporâneo: construindo novas narrativas para a economia do meio ambiente e do clima**, 2021.

ANGRICK, Stefan. Global liquidity and monetary policy autonomy: an examination of open-economy policy constraints. **Cambridge Journal of Economics**, v. 42, n. 1, p. 117-135, 2018.

ANZOLIN, Guendalina; LEBDIOUI, Amir. Three dimensions of green industrial policy in the context of climate change and sustainable development. **The European Journal of Development Research**, v. 33, n. 2, p. 371-405, 2021.

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

BONIZZI, Bruno; KALTENBRUNNER, Annina. International financial subordination in the age of asset manager capitalism. **Environment and Planning A: Economy and Space**, v. 56, n. 2, p. 603-626, 2024.

BRAUN, Benjamin et al. Asset manager capitalism as a corporate governance regime. **The American political economy: Politics, markets, and power**, v. 270, 2021.

BRAUN, Benjamin; CHRISTOPHERS, Brett. Asset manager capitalism: An introduction to its political economy and economic geography. **Environment and Planning A: Economy and Space**, v. 56, n. 2, p. 546-557, 2024.

BRUNA, Natacha. A climate-smart world and the rise of Green Extractivism. **The Journal of Peasant Studies**, v. 49, n. 4, p. 839-864, 2022.

CANO, Wilson. Brasil-construção e desconstrução do desenvolvimento. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, n. 2, p. 265-302, 2017. DOI: 10.1590/1982 3533.2017v26n2art1.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. Keynes e os Pós-Keynesianos: Princípios de uma economia monetária de produção. 1. ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020.

DAFERMOS, Yannis. Climate finance and global justice. **Climate policy**, v. 26, n. 1, p. 48-64, 2026.

DAFERMOS, Yannis. **Climate change and central banking in least developed countries**. UNCTAD working paper, forthcoming, 2023.

DAFERMOS, Yannis; GABOR, Daniela; MICHELL, Jo. The Wall Street Consensus in pandemic times: what does it mean for climate-aligned development?. **Canadian Journal of Development Studies/Revue canadienne d'études du développement**, v. 42, n. 1-2, p. 238-251, 2021.

DIKAU, Simon; VOLZ, Ulrich. Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. **Ecological economics**, v. 184, p. 107022, 2021.

DIOP, Samba. Post-Keynesian Institutionalism and the transition to ecological sustainability. In: Fashioning Prosperous, Sustainable and Humane Societies. Edward Elgar Publishing, 2025. p. 117 135.

DOW, Sheila C. Addressing uncertainty in economics and the economy. Cambridge Journal of Economics, Cambridge, v. 39, n. 1, p. 33-47, 2014. DOI: 10.1093/cje/beu022.

FEIJÓ, Carmem; FEIL, Fernanda; CAVALCANTE, Anderson. Ciclo endógeno e crise climática: a contribuição de Minsky para uma convenção de desenvolvimento sustentável, 2025.

FEIJÓ, Carmem; FEIL, Fernanda; PAULA, Luiz Fernando; LUDOVICO, Pedro. Taxonomias sustentáveis: do Acordo de Paris à experiência brasileira. Nota Técnica de Política Econômica, Centro de Finanças Sustentáveis, 2025.

FEIL, Fernanda; FEIJÓ, Carmem. Development banks as an arm of economic policy–promoting sustainable structural change. **International Journal of Political Economy**, v. 50, n. 1, p. 44-59, 2021.

FEIL, Fernanda; FEIJÓ, Carmem; HORN, Carlos Henrique. **Development Banks and the Green Transition: Financing the Sustainable Development Convention**. Taylor & Francis, 2025.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke; PETRY, Johannes. The new gatekeepers of financial claims: States, passive markets, and the growing power of index providers. In: **Capital claims: Power and global finance**. Routledge, 2021. p. 107-128.

FRITZ, Barbara; DE PAULA, Luiz F.; PRATES, Daniela Magalhães. Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. **European Journal of Economics and Economic Policies**, v. 15, n. 2, p. 208-218, 2018.

FRITZ, Barbara; DE PAULA, Luiz Fernando; PRATES, Daniela M. Developmentalism at the periphery: addressing global financial asymmetries. Third World Quarterly, [s. l.], v. 43, n. 4, p. 721-741, 2022. DOI: 10.1080/01436597.2021.1989299.

GABOR, D. The (European) derisking state. SocArXiv hpbj2. **Center for Open Science**, 2023.

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

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

GABOR, Daniela; SYLLA, Ndongo Samba. Derisking developmentalism: a tale of green hydrogen. Development and change, v. 54, n. 5, p. 1169-1196, 2023.

Horn, C.H. (2026). O conceito de transição justa: definição e desafios para as finanças sustentáveis.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. New political economy, [s. l.], v. 23, n. 3, p. 290-313, 2018. DOI: 10.1080/13563467.2017.1349089.

KEDWARD, Katie; GABOR, Daniela; RYAN-COLLINS, Josh. Carrots with (out) sticks: Credit policy and the limits of green central banking. **Review of international political economy**, v. 31, n. 5, p. 1593-1617, 2024.

KEYNES, John Maynard. A Treatise on Probability. Londres: Mcmillan & Co, 1921.

LIANG, Yan. Financing energy transition: managed money versus public money. In: Fashioning Prosperous, Sustainable and Humane Societies. Edward Elgar Publishing, 2025. p. 154-171.

PAULA, Luiz Fernando; FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela M. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of post Keynesian economics**, v. 40, n. 2, p. 183-202, 2017.

PETRY, Johannes; FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke. Steering capital: The growing private authority of index providers in the age of passive asset management. **Review of international political economy**, v. 28, n. 1, p. 152-176, 2021.

PRATES, Daniela. Beyond Modern Money Theory: a Post-Keynesian approach to the currency hierarchy, monetary sovereignty, and policy space. **Review of Keynesian Economics**, v. 8, n. 4, p. 494-511, 2020.

REY, Hélène. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. National Bureau of Economic Research, Cambridge, n. 21162, p. 1-42, 2015. DOI: 10.3386/w21162.

STUDART, Rogério. Integrating uneven partners: The destabilizing effects of financial liberalization and internationalization of Latin American economies. **Money integration and dollarization**, p. 176-196, 2006.

SVARTZMAN, Romain; ALTHOUSE, Jeffrey. Greening the international monetary system? Not without addressing the political ecology of global imbalances. **Review of International Political Economy**, v. 29, n. 3, p. 844-869, 2022.

VASUDEVAN, Ramaa. Investing in a Green Future: Finance, industrial policy and the green transition, 2024.