Exposição do Sistema Bancário ao Mercado de Capitais no Brasil: uma análise dos balanços patrimoniais dos bancos públicos e privados

Gabriel Karasek[1]

Tiago Arruda Lins[2]

Resumo

Este artigo analisa a exposição do sistema bancário brasileiro ao mercado de capitais entre 2000 e 2024, decompondo ativos e passivos bancários em tradicionais e de mercado, aplicando a classificação minskyana de unidades *hedge*, *especulativas* e *Ponzi*. Além disso, calcula-se o *funding gap* para avaliar a capacidade dos ativos tradicionais de financiar passivos tradicionais. Os resultados mostram que, embora o Brasil apresentasse em 2007 um *funding gap* positivo de 12,8% — indicando estrutura ainda *bank-based* e explicando sua relativa imunidade à crise do subprime — o sistema bancário migrou progressivamente para maior financeirização, com expansão de passivos de mercado, aumento de posições especulativas e crescimento de unidades Ponzi, especialmente após 2008. A trajetória revela que bancos públicos, antes predominantemente hedge, tornaram-se especulativos, enquanto bancos privados mantiveram comportamento especulativo e ampliaram sua exposição Ponzi. Assim, o estudo demonstra que o Brasil acompanha a tendência global de avanço do *market-based banking*, reforçando a relevância da abordagem contábil e da macrofinanças crítica para compreender a instabilidade financeira em economias periféricas.

Palavras-chave: sistema bancário; hedge; especulativo; Ponzi; funding gap; market-based banking.

Área Temática 6: Economia Monetária e Financeira e Dinâmica Inflacionária.

JEL: E44, E51.

[1] Mestrando em Economia pela Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Universidade Federal de Minas Gerais (CEDEPLAR/UFMG). E-mail: gkarasek@cedeplar.ufmg.br.

[2] Doutorando em Economia pelo Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Universidade Federal de Minas Gerais (CEDEPLAR/UFMG). E-mail: tiagoarrudalins@cedeplar.ufmg.br.

Abstract

This article analyzes the exposure of the Brazilian banking system to capital markets between 2000 and 2024, decomposing bank assets and liabilities into traditional and market-based components and applying Minsky's classification of hedge, speculative, and Ponzi units. It also calculates the funding gap to assess the capacity of traditional assets to finance traditional liabilities. The results show that although Brazil exhibited a positive funding gap of 12.8% in 2007 — indicating a still bank-based structure and explaining its relative immunity to the subprime crisis — the banking system progressively shifted toward greater financialization, with an expansion of market liabilities, increased speculative positions, and growth of Ponzi units, especially after 2008. The trajectory reveals that public banks, previously predominantly hedge, became speculative, while private banks maintained speculative behavior and expanded their Ponzi exposure. Thus, the study demonstrates that Brazil follows the global trend toward market-based banking, reinforcing the relevance of the accounting approach and critical macrofinance for understanding financial instability in peripheral economies.

Keywords: banking system; hedge; speculative; Ponzi; funding gap; market-based banking.

Introdução

Este trabalho avalia o grau de exposição do sistema bancário brasileiro ao mercado de capitais. Utilizando a representatividade de passivos e ativos de mercado, também chamados *capital impaciente*, no passivo e ativo totais dos bancos, públicos ou privados. Observamos a evolução do *funding gap*, como medida de excedente (ou escassez) de liquidez tradicional, no sistema bancário brasileiro na intenção de explicar a presença do financiamento de bancos por capital proveniente do mercado de capitais.

Os bancos ocupam posição central nos sistemas financeiros nacionais e a análise da estrutura de seus balanços constitui uma via privilegiada para compreender a saúde desses sistemas. Em modelos tradicionais de intermediação financeira, o *bank-based finance*, ativos e passivos bancários não são sensíveis às dinâmicas dos mercados de capitais: os bancos captam depósitos e selecionam portfólios de crédito, assumindo o risco das firmas financiadas. Já modelos de financiamento no mercado de capitais (*market-based*) descrevem sistemas em que empresas não financeiras obtêm recursos diretamente de investidores via emissão de ações, debêntures e outros títulos.

No final do século XX e após a crise financeira de 2008, transformações estruturais nos sistemas financeiros globais desafiaram essa dicotomia clássica entre *bank-based* e *market-based*

finance. Hardie et. al (2013) argumentaram que existe uma crescente dependência dos bancos ao mercado de capitais iniciando uma forma híbrida de financiamento – o *market-based banking* – na qual os próprios bancos deixam de depender exclusivamente de depósitos de clientes e passam a financia suas operações também por meio de instrumentos de mercado.

Para entender o tema, o trabalho retoma a literatura keynesiana que trouxe avanços ao distinguir a demanda efetiva e incluir incerteza à análise macroeconômica. Num mundo dominado pelos marginalistas desde o século XIX, a análise dos balanços de pagamento (BPs) havia entrado em desuso até os pós-keynesianos. Estimulados por Kalecki, J. Tobin e Minsky, os pós-keynesianos retomaram a análise dos BPs a fim de incorporar a existência do crédito definindo a linha de pensamento fundamentada na endogeneidade da moeda. Nesse contexto, Minsky (1992) lança a *hipótese da instabilidade financeira* e estabelece que crises financeiras não têm origem exógena, mas são intrínsecas ao sistema capitalista. Isso porque crédito privado sem lastro não é contabilizado fora dos balanços.

À luz do pensamento pós-keynesiano e da análise de BPs bancários, analisar o Brasil como a periferia de um sistema financeiro globalizado e de estrutura monetária hierarquizada serve para compreender a evolução dos modelos de financiamento periféricos passíveis de sofrer influência dos modelos centrais (Crocco, 2012; Crocco et al., 2006). Em tempos de mudança de paradigma, com a possível queda do Consenso de Washington e ascensão do Consenso de Wall Street, a acumulação de capital desregulamentada passa a ser orientada pela redução de riscos (Gabor, 2021) e resta saber se o Brasil acompanha movimentos nesse sentido. Saber, portanto, se o sistema bancário brasileiro se move em direção ao *market-based banking* desenvolvido por economias de capitalismo de mercado avançado ou mantem sua estrutura de financiamento tradicional (*bank-based*).

Este artigo, então, decompõe os balanços bancários com dados do IFData/BCB entre 2000 e 2024 e analisa a evolução entre passivo, ativo e, em particular, o *funding gap*, para identificar a dependência do balanço dos bancos ao mercado de capitais, onde realizam negociações proprietárias ou atividades de criação de mercado em mercados de títulos (Gabor, 2020).

Sob a suspeita de que os sistemas bancários ao redor do mundo podem estar se deslocando para uma lógica mais próxima do *market-based banking*, Hardie e Howarth (2013) levantaram os valores do funding gap para diferentes países em 2007. A posição de funding gap indica o excedente da influência do passivo de mercado no balanço do banco; mostra a capacidade dos ativos tradicionais financiar os passivos tradicionais bancários, baseados na confiança do cliente. A Tabela 1 apresenta os dados apresentados por Hardie e Howarth (2013) já incorporando o funding gap para o Brasil em 2007 como um dos principais resultados do trabalho.

Tabela 1: Funding gap de diferentes economias para o ano de 2007

País	Funding Gap
Itália	25,3
Espanha	16,8
Países Baixos	13,5
Brasil	**12,8***
Reino Unido	12
França	10,2
EUA	3,7
Alemanha	3,2
Grécia	-2,8
Bélgica	-5,7
Japão	-10,1
Canadá	-10,6

Fonte: Hardie e Howarth, 2013. Elaborado pelos autores.
Nota: o valor do funding gap para o Brasil é resultado deste trabalho.

O funding gap de 12,8% indica que o sistema bancário brasileiro operava com algum "colchão" de estabilidade (ou liquidez de clientela tradicional) para quitar seus passivos tradicionais não sujeitos a dívidas encadeadas, que foi o caso do subprime. Isso permite dizer que, naquela época, o sistema bancário brasileiro se financiava com excedente tradicional, portanto ainda na lógica *bank-based*.

Quando expandimos a janela para 2000 a 2024, os resultados passam a ser diferentes e é possível observar a evolução do grau de exposição do sistema bancário brasileiro ao mercado de capitais. Num mapa de exposição, apontamos o percurso dos bancos públicos ou privados brasileiros e sua relação com o capital impaciente do mercado, evidenciando mudanças na orientação do funding bancário no país. Este trabalho utiliza a nomenclatura de Minsky (1992) para diferir agentes financeiros em *hedge*, *especulativo* e *Ponzi*. Apontamos a posição e o comportamento de cada banco público ou privado brasileiro, bem como a média geral, para mostrar a exposição do sistema. Como resultado principal, fica evidente que o sistema bancário brasileiro caminha, desde 2007, para o sistema *market-based finance*.

O artigo foi dividido nas seções de Revisão da Literatura pós-keynesiana que explora a incorporação dos BPs financeiros na macroeconomia. Em seguida, apresenta a seção de Metodologia que apresenta a participação do mercado no balanço dos bancos e funding gap como métodos utilizados para compreender a exposição do sistema bancário ao mercado de capitais. Depois, mostramos os Resultados, as Considerações Finais, prospectando reflexões e indicando lacunas, e, por fim, as Referências.

Revisão da Literatura

A literatura da macroeconomia clássica trata a quantidade de moeda disponível na economia como uma variável exogenamente definida, resultando numa perspectiva de estabilidade da base monetária controlada pelo Banco Central sem relação com nenhuma outra variável. Porém, o estoque de moeda como unidade de valor é volátil, diferente do que os modelos convencionais indicam (Godley, 1996).

A moeda como unidade de conta de valor também se baseia no crédito como valores inexistentes que são projetados do futuro no presente. Então, bancos comerciais, ao conceder crédito, expandem a base monetária independentemente do controle planejado pelos bancos centrais. Com efeito, o comportamento financeiro balanceado, a identidade contábil entre ativo e passivo, representa o particular objetivo de gerar lucro dentro da relação de igualdade no balanço patrimonial (BP). Porém, com a sutil possibilidade de inserir contas, no ativo ou passivo, de valor creditício.

Bezemer (2010) explica que os pensadores clássicos, desde Quesnay a Smith, Say e Marx, baseavam suas teorias na ideia de fluxo circular incorporando em suas teorias a ideia contábil de contrapartida no balanço de pagamento. Por outro lado, a macroeconomia *mainstream*, historicamente, tomou outro rumo com a revolução marginalista a partir do século XIX. O arcabouço microeconômico afastou o pensamento à ideia de fluxo circular, de modo que, como apontou Godley (1996), a noção de preços relativos de mercados walrasianos se tornou a principal fonte de compreensão da moeda como exógena. Dotações exogenamente disponibilizadas são vastamente compreendidas em Mas-Colell (1995) e formam o pensamento econômico de uma instituição detentora do poder de compra em última instância que define os bancos centrais.

A abordagem contábil é a formalização do fluxo circular que utiliza o método de partidas dobradas dentro da análise macroeconômica. Sua utilização não permite que exista “buracos”, espaços vazios de contagem e cada lançamento tem sua contrapartida. O problema é: os modelos macroeconômicos tradicionais empregam uma estrutura conceitual que consiste em pouco mais do que a identidade da renda nacional (entre gastos e renda dos fatores) acrescida, deduzidos impostos e transferências, da identidade entre os saldos financeiros agregados dos três setores principais da economia: o governo, o comércio exterior e o setor privado doméstico (Godley, 1996). Vários modelos de determinação da renda, como o neoclássico, o de causalidade cumulativa e o de insumo-produto não consideram o impacto da moeda e de variáveis financeiras (Crocco et al., 2003). Por isso, permanece um mistério como a moeda de crédito e, de forma mais ampla, as instituições financeiras se encaixam nessa narrativa em termos contábeis, ainda que a literatura tenha avançado nesse sentido.

O pensamento keynesiano trouxe avanços ao focar em temas como a demanda efetiva e incerteza. Bezemer (2010) apresenta, porém, que Keynes "não incorporou, já de início, a abordagem contábil, nem o papel estrutural, do crédito-moeda nos balanços patrimoniais". A construção da contabilidade nacional, a partir de então, possibilitou a integração entre a economia monetária e de produção. Quando enfrentado o problema das perspectivas de retorno contadas em valor presente, o arcabouço contábil de fluxo de fundos de financiamento via crédito foi, em resposta, elaborado posteriormente por James Tobin e Hyman Minsky. Ainda assim, "Kalecki, contemporâneo a Keynes, já havia levantado a importância de analisar as relações dentro do sistema de balanços financeiros, em contrapartida à análise de agregados financeiros: a existência de um passivo financeiro resulta da existência de uma contrapartida em um ativo. Seu trabalho, no entanto, só foi revisitado posteriormente na construção do pós-keynesianismo" (Bezemer, 2010).

O pensamento pós-keynesianismo retornou o uso dos BPs exatamente para incorporar a existência do crédito como antecipação de poder de compra futuro na contabilidade corrente e definir a linha de pensamento fundamentada na endogeneidade da moeda. Com base nas contribuições de Marx ao relembrar a diferença entre as relações Capital-Dinheiro e Capital-Produto Real, separando o lado produtivo do financeiro, a literatura pós-keynesiana incorpora a criação de crédito no BP como o fundamento da instabilidade do estoque de moeda. Mais adiante, Schumpeter classificou o crédito entre produtivo e improdutivo, sendo o segundo ligado à especulação, reforçando a ideia de um valor presente criado na projeção de futuro e passando a compreender que há criação de valor monetário para além da base impressa pelos bancos centrais. A abordagem contábil está presente desde o início do pensamento econômico, sendo deixada de lado pelo pensamento *mainstream* e recuperada pelo pensamento *pós-keynesiano*.

Para os pós-keynesianos, a moeda não é exógena e entra no sistema econômico por meio do crédito fornecido pelo sistema bancário em resposta à demanda (Crocco et al. 2006). Knafo (2020) ainda aponta que a macroeconomia do pós-guerra estava interessada em analisar a solvência das dívidas construída nas guerras, mas o foco atual é a formação de liquidez, chamando "money view". Essa visão permite traçar um paralelo da tendência às moedas se tornarem unidades de valor especulativo, dada a natureza de atuação passiva. Por conseguinte, foi no cenário de remodelagem da geopolítica mundial a partir dos anos 1990, início da internet apresentando a revolução digital e o início de preocupações ambientais na Rio-91 – convenções de cenário futuro e, portanto, risco – que surge a *hipótese da instabilidade financeira* (Minsky, 1992).

A hipótese de Minsky (1992) estabelece que crises financeiras não têm origem exógena, mas são intrínsecas ao sistema capitalista. Ela levanta o mecanismo e a importância da endogeneidade da moeda enquanto o comportamento da economia de balanços patrimoniais, ressaltando também o

papel dos bancos na criação de crédito explicitado por Godley (1996). Como, para Keynes, a moeda não é utilizada como um produto no mercado de bens, ela é um meio de troca, a análise da saúde do crédito é um balizador da trajetória financeira de uma economia. Ao contrário do que se estabelece dentro do mercado financeiro, a moeda é um produto corrente que é trocado por moeda futura, servindo, assim, como medida para diagnóstico das expectativas e sustentabilidade futura dos negócios. Nesse sentido, Knafo (2020) ressalta a liquidez e o papel dos bancos na compreensão dos processos monetários e propõe a abordagem da *macrofinanças crítica*: focando os estudos macroeconômicos na estrutura de *funding* e práticas de alavancagem do sistema bancário.

Na macrofinanças crítica, acontecem vertentes distintas de financiamento onde o mundo é um conjunto de balanços financeiros ou patrimoniais hierarquizados, o financiamento via mercado envolve novas formas de moeda e requer um estado que governa a redução de riscos, tanto para passivos sistêmicos quanto para novas classes de ativos (Gabor, 2020). A literatura é reforço ao cálculo de balanços patrimoniais na intenção de identificar a criação de crédito nas contas de valor presente dos bancos, consequentemente na antecipação de poder de compra, meios de pagamento e troca, em que se observa um sistema financeiro complexo e hierarquizado, sobretudo entre centro e periferia (Crocco et al. 2006). Crocco et al. (2006) afirmam que a periferia, por concentrar as atividades primárias exportando produtos manufaturados com baixa tecnologia aos centros, acumula maior preferência pela liquidez frente ao centro, cuja estrutura produtiva é dominada pela indústria, comércio e aonde está localizado o polo financeiro. Devido à causalidade cumulativa de Myrdal (1957 *apud* Crocco et al. 2006), o centro seria essa região próspera de mercados ativos e sistemas financeiros sofisticados, talvez infalíveis. Assim, o centro espalha efeitos à periferia não apenas na demanda de produtos, mas na difusão de tecnologia, trabalho e serviços de financiamento, promovendo a interdependência centro-periferia.

O Brasil, como a periferia de um sistema financeiro globalizado, evoluiu e evolui à medida que os modelos de financiamento são difundidos ao longo do tempo entre as regiões e seus respectivos poderes de influência. Historicamente, o Brasil teve seu primeiro banco em 1808 com a chegada da coroa portuguesa e sua necessidade de se financiar em terras novas e controlar as riquezas minerais exploradas no país. As primeiras bolsas de valores, por outro lado, foram criadas em 1851 no Rio de Janeiro em Salvador. A partir desse contexto histórico, em que os países em dicotomiadispõem de bancos ou mercados de capitais para sustentar a economia real, os sistemas financeiros eram classificados em dicotomia (Ysman, 1983, *apud* HARDIE et al., 2013). De acordo com a origem do financiamento das empresas não financeiras, há duas tipificações clássicas com origens históricas distintas, o sistema *Bank-Based* e o *Market-Based*.

O sistema *Market-Based* é característico de economias com forte pulsar liberal e capitalista, cujos maiores exemplos atuais são os Estados Unidos da América (EUA) e o Reino Unido, e que exercem historicamente forte influência no Brasil. O financiamento baseado no mercado (daí *market-based*) é antigo e advém dos lucros de produtores. A fonte de capital para essas empresas de navegação, não financeiras, vinham do mercado de ativos. A decisão de financiamento dessas empresas vinha da diretamente da precificação do seu ativo no mercado de capitais. Nesse sistema, dando lucro ou prejuízo os investidores privados absorviam o resultado daquele investimento. Até hoje títulos são negociados em bolsas de valores espalhadas pelo mundo em que o risco é totalmente alocado no comprador, que tem total liberdade de negociá-lo e renegociá-lo no mesmo mercado, gerando uma maior volatilidade e possibilidades maiores de contaminação (HARDIE et al., 2013).

O sistema *Bank-Based*, por outro lado, é pautado no relacionamento entre banco e cliente. Na histórica relação entre os mercados do mediterrâneo e asiático, mercadores globais transportavam mercadorias entre cidades e credores estabelecidos em centros comerciais concediam empréstimos em troca de depósitos realizando a troca de dinheiro e moeda-mercadoria. O comportamento do banco era apenas avaliar o cliente conforme sua capacidade de pagamento de seus depósitos ao prejuízo (ou calote) que porventura viesse a ter dos empréstimos realizados. O cliente, por sua vez, apenas avalia se o banco tem a solidez financeira necessária para que seu depósito não se perca em dívidas acumuladas pelos bancos a empréstimos irrealizáveis. Assim, no sistema bancário, cliente e banco constroem uma relação na qual o banco centraliza o risco e as decisões são pautadas nessa relação, o que protege o cliente das oscilações de mercado (HARDIE et al., 2013).

Com o tempo, porém, já no Século XXI, a dicotomia entre os dois sistemas não se mostrou verossímil, principalmente após o estouro da crise 2008. A origem da crise parte de um sistema *market-based*, centro financeiro global, e se alastra por países periféricos de características predominantemente *bank-based*, contrariando a ideia que o capital baseado na confiança (tradicional) atuaria em defesa da economia, mantendo o mercado de crédito desses países sem grandes impactos (Hardie et al., 2013). Nesse sentido, as evidências apontam o avanço da financeirização no sistema bancário, não se deu apenas em países de financiamento de mercado, mas também, em países tipicamente *based-bank*, criando novas relações de *funding*, a esse novo sistema bancário. Hardie e Howarth (2013) nomearam como *market-based banking* (MBB).

O avanço do *market-based banking* nas economias globais é considerado, nesta literatura, um apontamento para o aumentando da instabilidade nos sistemas financeiros. O modelo de capitalismo dos EUA, movido pela necessidade de novas fontes de lucro, permitiu que as lógicas de financiamento via mercado adentrassem em sistemas bancários tradicionais (Gabor, 2020). Knafo (2020) traça o ponto de virada da financeirização dentro do sistema bancário ainda nos anos 1960,

com o início da gestão de passivos, momento em que os bancos começaram a captar recursos de depósitos tradicionais para o mercado monetário interbancário. Gabor (2020) também aponta a ascensão dos títulos de recompra (*repos*) nos anos 1970, vistos como a revolução da liquidez. Ambos os autores concordam que existe um processo de canalização desses títulos para os balanços dos bancos, gerando uma interconexão entre os balanços financeiros, onde o passivo de um banco é o ativo de outro e se algum perde valor, todos são afetados em cadeia. Essa natureza creditícia das transações está relacionada com o "entrelaçamento dos balanços patrimoniais" e a característica não monetária — *moneyness* — dos passivos (Bonizzi e Kaltenbrunner, 2020). Assim, a capacidade exclusiva dos bancos centrais e comerciais de criar dinheiro não impede a possibilidade de outros agentes, como instituições financeiras que não bancos, de criar crédito.

A descrição das mudanças no sistema corrobora a utilização da abordagem contábil, demonstram a relevância do arcabouço teórico pós-keynesiano e nos permite realizar a mensuração da instabilidade do crédito. Hyman Minsky (1992) divide as relações de dívidas creditícias em três unidades econômicas: unidade de financiamento *hegde* são as empresas que conseguem cumprir perfeitamente suas obrigações de crédito, tendo grande capacidade de amortização da dívida, utilizando apenas seu fluxo de caixa; unidades de *financiamento especulativo*, são aquelas que conseguem cumprir suas obrigações de pagamentos, porém, não tem capacidade de amortização e parte do volume de rendimento que entra é destinado ao pagamento da dívida; e, as unidades *Ponzi*, tal que o fluxo de caixa não paga sequer as obrigações, fazendo a empresa a tomar novos meios de manutenção da dívida, como novos empréstimos ou vendendo ativos (Minsky, 1992).

A interconexão dos balanços financeiros entre bancos e investidos privados demostra a natureza especulativa ou Ponzi do sistema financeiro dos EUA e, por conseguinte, o avanço do modelo sobre os países que eram mais estáveis. A dinâmica do sistema MBB explica, no fundo, como ocorreu a difusão de títulos de dívidas recomprados, entre bancos e agentes privados, no centro da economia capitalista, tendo como fim a crise do *subprime.* Essa crise demonstrou a fragilidade do pilar da simples *privatização* das entidades públicas, incluindo bancos, extraídas no Consenso de Washington.

É nesse cenário que surge o Consenso de Wall Street (WSC, sigla em inglês) como a reconfiguração dos caminhos para o desenvolvimento econômico que coloca, no centro do processo, o sistema financeiro mundial. Este consenso é resultado de iniciativas do Banco Mundial, através da *Maximizing Finance for Development* (2018), e do G20, com *Infrastructure as an Asset Class*, como contraposição aos três pilares — *estabilização*, *liberalização*, *privatização* — do anterior Consenso de Washington (1989). Com a crise do subprime e o acúmulo da dívida privada, adveio o novo paradigma macroeconômico de desenvolvimento: "desenvolvimento como redução de riscos"

(Gabor, 2021). Através do *market-based finance* e do MBB, o WSC traz a interpretação da busca por redução de risco no financiamento dos projetos com a ampliação da taxonomia de ativos, como "Taxonomia Sustentável Brasileira" (2023), explorada na Nova Indústria Brasil (NIB).

A literatura exposta acima subsidia a leitura do exercício empírico realizado a partir da abordagem contábil. Tomamos a parte do estoque de moeda em unidade de valor volátil a preços de mercado. Este artigo se insere como mais um exercício crítico de macrofinanças. Pretende identificar se, através das definições minskyanas de hedge, especulativo e Ponzi, o modelo de sistema bancário brasileiro está mais ou menos exposto ao mercado de capitais e se transformando, ou não, portanto, num sistema *market-based banking*.

Metodologia

A análise inicia pela compreensão dos componentes do balanço patrimonial dos bancos. Utilizamos os dados anuais dos BPs dos bancos de 2000 a 2025, disponibilizados no IFData provido pelo Banco Central do Brasil.

Utilizando reflexões tomadas pela literatura aplicadas às rubricas da fonte dos dados, classificamos operações de crédito (d), arrendamento mercantil (e) e outros créditos líquidos são classificados como ativos tradicionais, que são aqueles empréstimos financiados pelos depósitos. Disponibilidades, aplicações interfinanceiras, TVM e instrumentos derivativos, entre os demais ativos chamados "outros" que formam o excedente dos ativos tradicionais, que incluem "ativos de mercado" em posse do banco. O passivo tradicional, na contrapartida de responsabilidades do balanço, é a rubrica própria da fonte "Depósito Total" (a). O papel principal desta análise é o passivo tradicional, em cujas rubricas do seu excedente são classificadas em passivos de mercado, misto e financiado de máquinas e equipamentos (Finame) pelo BNDES, por política pública, ou o patrimônio líquido e outras obrigações. Desse modo, a metodologia seguirá baseada na classificação exposta na Tabela 2 para identificar a participação dos ativos e passivos de mercado em cada conta do BP dos bancos públicos ou privados.

Tabela 2: Classificação dos Componentes do Balanço Patrimonial[3]

Ativo		Passivo	
Linha do Balanço	**Classificação**	**Linha do Balanço**	**Classificação**
Disponibilidades (a)	Outros	Depósitos Interfinanceiros (a3)	Mercado
Aplicações Interfinanceiras de Liquidez (b)	Ativos de Mercado	Depósito Total (a)	Tradicional

[3] As linhas classificadas como "Outros" são linhas do balanço que não tem relação com a relação de *Funding* e crédito, indicando casos de liquidez operacional, estrutura física e societária.

TVM e Instrumentos Financeiros Derivativos (c)	Ativos de Mercado	Obrigações por Operações Compromissadas (b)	Mercado
Operações de Crédito Líquidas de Provisão (d)	Tradicional	Recursos de Aceites e Emissão de Títulos (c)	Mercado
Arrendamento Mercantil Líquido de Provisão (e)	Tradicional	Obrigações por Empréstimos e Repasses (d)	Misto ou Finame[4]
Outros Créditos - Líquido de Provisão (f)	Tradicional	Instrumentos Derivativos (f)	Mercado
Outros Ativos Realizáveis (g)	Outros	Outras Obrigações (g)	Outros
Permanente Ajustado (h)	Outros	Resultados de Exercícios Futuros (i)	Outros
Credores por Antecipação de Valor Residual (j)	Outros	Patrimônio Líquido (j)	Outros

Fonte: IFData/BCB. Elaborado pelos autores.

O ativo inteiro (k_i), na equivalência contrapartida do passivo inteiro (PI), reúne as obrigações que o banco está a receber, exercendo, o banco, o papel de credor. Nessa posição, os bancos precificam os juros na solidez do agente financiado e seu contrato de inclusão como tomador de empréstimos. Assim, precificam os juros pautando-se na solidez e dinâmica de riscos do agente financiado. Ao se utilizar instrumentos financeiros alternativos lastreados em negócios e títulos de dívida expostos à praça, no mercado aberto, transforma-se o ativo volátil ao comportamento da praça. Ou seja, a receita do banco acompanhará as condições do mercado aberto. Traz, portanto, a premissa de ativos tradicionais (AT) e ativos de mercado (AT) para estabelecer as equações 1, 2 e 3 no lado do ativo:

Equação 1 $$Ativo\ Tradicional\ (AT) = (d)\ + (e)\ + (f)$$

Equação 2 $$Ativo\ de\ Mercado\ (AM) = (b)\ + (c)$$

Equação 3 $$Ativo\ Inteiro\ (k_i) = AT + AM + outros$$

O Ativo Inteiro (k_i) é a soma de outros (disponibilidades, permanentes e resíduos) e as parcelas de:

- Ativos de Mercado: formado por aplicações interfinanceiras, TVM e Instrumentos de Derivativos, são títulos recebidos como colateral de empréstimos ao sistema financeiro e às empresas, mantendo os valores das empresas lastreados na precificação do mercado; e
- Ativos Tradicionais: formado pelas três linhas de crédito baseada na avaliação do tomador do crédito e na sua capacidade de solvência.

O passivo, na contrapartida do ativo, representa o conjunto de obrigações. Os depósitos de sua clientela poupadora depositam em si. A Tabela 2 mostra que existe a rubrica depósito total (a) e

[4] Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/finame/. Acesso em: 06/05/2026

as demais, as quais foram classificadas entre "de mercado", misto ou Finame e outros (patrimônio líquido e outras obrigações), gerando as equações 4, 5 e 6 a seguir:

Equação 4 $$Passivo\ Tradicional\ (PT) = (a) - (a3) + Finame$$

Equação 5 $$Passivo\ de\ Mercado\ (PM) = (b) + (c) + \ (d) + (f) - Finame + (a3)$$

Equação 6 $$Passivo\ Inteiro\ (PI) = PT + PM + outros$$

O Passivo Inteiro (PI) é a soma de outros (patrimônio líquido, etc) e as parcelas de:

- Passivo de Mercado: formado por títulos financeiros de médio ou curto prazo com origem no setor financeiro. É composto por repôs (b), títulos (c) e empréstimos (d) tomadas pela instituição, valores no mercado de derivativos (f) e depósitos interfinanceiros (a3), que apesar de ser classificado como deposito, cumpre um papel de curtíssimo prazo. Outro ponto a ser notado é a existência do Finame, dentro de (d), que é um valor com origem no BNDES, destinado a empréstimos de longo prazo;
- Passivo Tradicional: formado por depósito de credores não financeiros, com objetivos de médio e longo prazo. A linha a3 (depósitos interfinanceiros) é subtraída devido ao caractere de curto prazo, e a linha do Finame é somada devido ao caractere de longo prazo da política pública;

A relação entre eles, ativos e passivos, e o ativo/passivo total reflete a primeira camada de indicadores. Assim, a exposição bancária ao mercado de capitais será maior quanto maior for a parcela de ativo/passivo de mercado no ativo/passivo inteiro do balanço. Entretanto, existe uma relação de fluxo financeiro e cada tipo de ativo pode ser financiado por cada tipo de passivo. Distinguindo em mente, portanto, o total do ativo/passivo bancário entre tradicional e de mercado, é possível observar a posição dos bancos de quatro formas a partir do produto cartesiano entre as classificações do ativo e passivo.

O plano $[0; 1]$x$[0; 1]$ representa o destino/fonte do balanço bancário, será chamado "plano de exposição bancária". Cada quadrante do plano Ativo versus Passivo, formado pelas retas transversais centrais $(x, y) = 0{,}5$, representa a destinação/fonte da metade do recurso classificado. como tradicionais ou de mercado aos quais o banco pode se posicionar. Assim, é possível posicionar os bancos em quatro situações de balanço:

(1) Posição tradicional (quadrante inferior esquerdo): com mais da metade de ativos e passivos classificados tradicionais, posicionando o não (ou pouco) exposto à lógica financeira, ao mercado de capitais;

(2) Posição de excedente-tradicional (quadrante superior esquerdo): é o caso mais extraordinário, onde o banco tem mais da metade de seu inteiro ativo como de mercado e mais da metade de seu passivo, tradicional;
(3) Posição de transição (quadrante inferior direito): com mais da metade do passivo de mercado, mas mais da metade do ativo tradicional;
(4) Posição financeirizada (quadrante superior direito): mais da metade de passivos ativos e passivo são de mercado.

A partir dessas distinções, é possível utilizar a nomenclatura de Minsky (1992) sendo *hedge* os bancos com mais da metade de seu balanço composto por ativos e/ou passivos tradicionais (posições 1 e 2 acima, quadrantes superior e inferior da esquerda). A parcela hedge, então, se refere à capacidade de solvência, portanto apenas ao passivo. Os bancos com mais da metade com passivo de mercado, posicionados nos quadrantes à direita, diferem-se de indivíduos especulativos com pouco ativo de mercado (inferior-direita) e ponzi com muito ativo de mercado (superior-direita). Assim, o *market-based banking* é observado neste segundo caso, quando, pelo menos, o passivo dos bancos está, com pelo menos metade do todo, tomado por passivos de mercado. A predominância do mercado nos ativos bancários só agrava a situação, revelando o caso Ponzi exposto por Minsky (1992).

Outro método de analisar o maket-based banking é através do *funding gap* (FG), desenvolvido por Hardie e Howarth (2013). Ainda na estrutura anterior, os autores apontam que países com altos ativos e passivos de mercado foram os que sofreram maior impacto na crise de 2008, tendo que recorrer a maiores intervenções de governo; países com altos passivos de mercado tiveram uma dificuldade devido à falta de liquidez; e, países com baixos ativos e passivos de mercado, tiveram o menor impacto e mais tardio, resultando em desgastes menores. A criar o FG, os autores entendem que o setor bancário dá prioridade a utilização do *funding* com maior estabilidade. Assim, o mercado tradicional vai até onde existe ativo de mercado e o excedente da demanda por crédito é atendido pelo passivo de mercado. Para mensurar essa lógica o FG é calculado da seguinte forma:

Equação 7 $$FG_i = \frac{(AT_i - PT_i)}{k_i} \; tal\ que \;\; i = \{\text{Público}, \text{Privado}\}$$

O FG é, portanto, uma medida de ameaça ao modelo tradicional (bank-based), onde passivos tradicionais são financiados predominantemente por ativos de mercado. Além da estrita noção das participações das classificações do ativo/passivo, o FG é mede a ameaça das obrigações do passivo tradicional à volatilidade do mercado. O FG representa o cenário em que o portifólio de crédito tradicional deixa de ser tradicional (Hardie e Howarth, 2013).

Para visualizar a posição de funding gap dos bancos brasileiros no mesmo plano de análise da metodologia das participações do ativo/passivo de mercado, vale compreender a diagonal dos quadrantes ímpares, a reta $x = y$, onde o FG é zero. Quando o FG é negativo (acima da diagonal), a parcela de passivo tradicional excede ativos tradicionais, logo o banco ou sistema bancário, financia seus passivos tradicionais com ativos de mercado. Quando o FG é positivo (abaixo da diagonal), o banco tem ativos tradicionais suficientes à contrapartida do passivo. Assim, o funding gap determina o excedente dos ativos tradicionais que pode contribuir com a quitação de dívidas tradicionais, independente da posição (vista anteriormente) do banco baseada exclusivamente na participação de ativos/passivos de mercado no balanço.

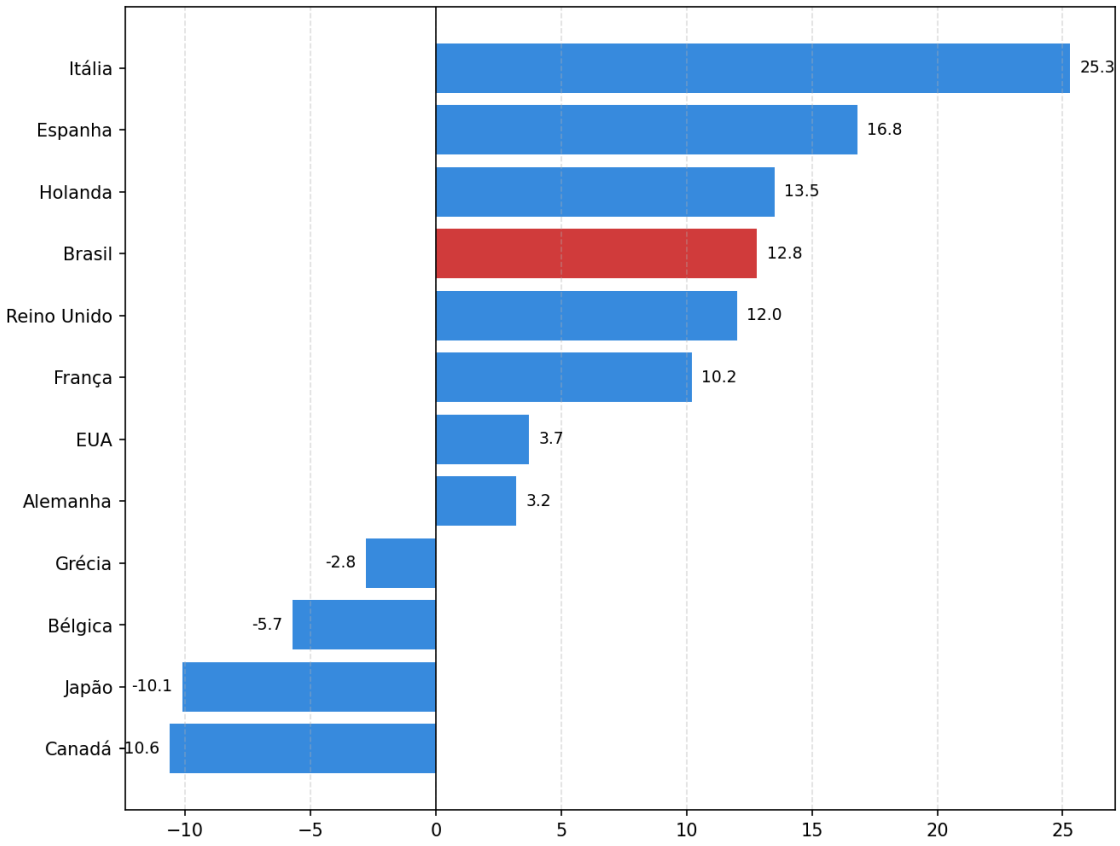
Encerrada a etapa metodológica, estabelecemos um arcabouço capaz de distinguir, com precisão, como cada banco organiza seus ativos e passivos entre componentes tradicionais e de mercado, permitindo identificar posições de exposição financeira, graus de financeirização e potenciais fragilidades estruturais. Essa estrutura analítica — que combina classificação das contas do balanço, mapeamento das posições no plano de exposição bancária e mensuração da ameaça ao modelo *bank-based* — fornece bases para interpretar o comportamento dos bancos brasileiros ao longo do período observado.

Resultados

Os resultados são explorados a partir do primeiro objetivo específico do trabalho que é calcular o funding gap para o Brasil em 2007 e apresentar uma nova explicação de porque o Brasil não sofreu a crise do subprime tal qual outros países, como EUA, Japão, Canadá, Grécia, etc. O Gráfico 1 apresenta os valores do funding gap expostos por Hardie e Howarth (2013) para o ano de 2007 e, inclui, como trabalho inédito, o resultado brasileiro naquele ano.

Como o funding gap indica o excedente de ativos tradicionais com relação aos passivos tradicionais, os passivos tradicionais do sistema bancário brasileiro estava, em 2007, com 12,8% de respaldo positivo em ativos tradicionais, i. e. empréstimos de confiança do banco no cliente. Por isso, naquele ano, o sistema bancário brasileiro operava com algum "colchão" (12,8%) de estabilidade (ou liquidez de clientela) para quitar seus passivos tradicionais não sujeitos a dívidas encadeadas, que foi o caso do subprime. Isso permite dizer que o sistema bancário brasileiro se financiava com excedente tradicional, com ativos de sua clientela capazes de suportar passivos dela, i. e. *bank-based*.

Gráfico 1: Funding gap de diferentes países para o ano de 2007 (%)



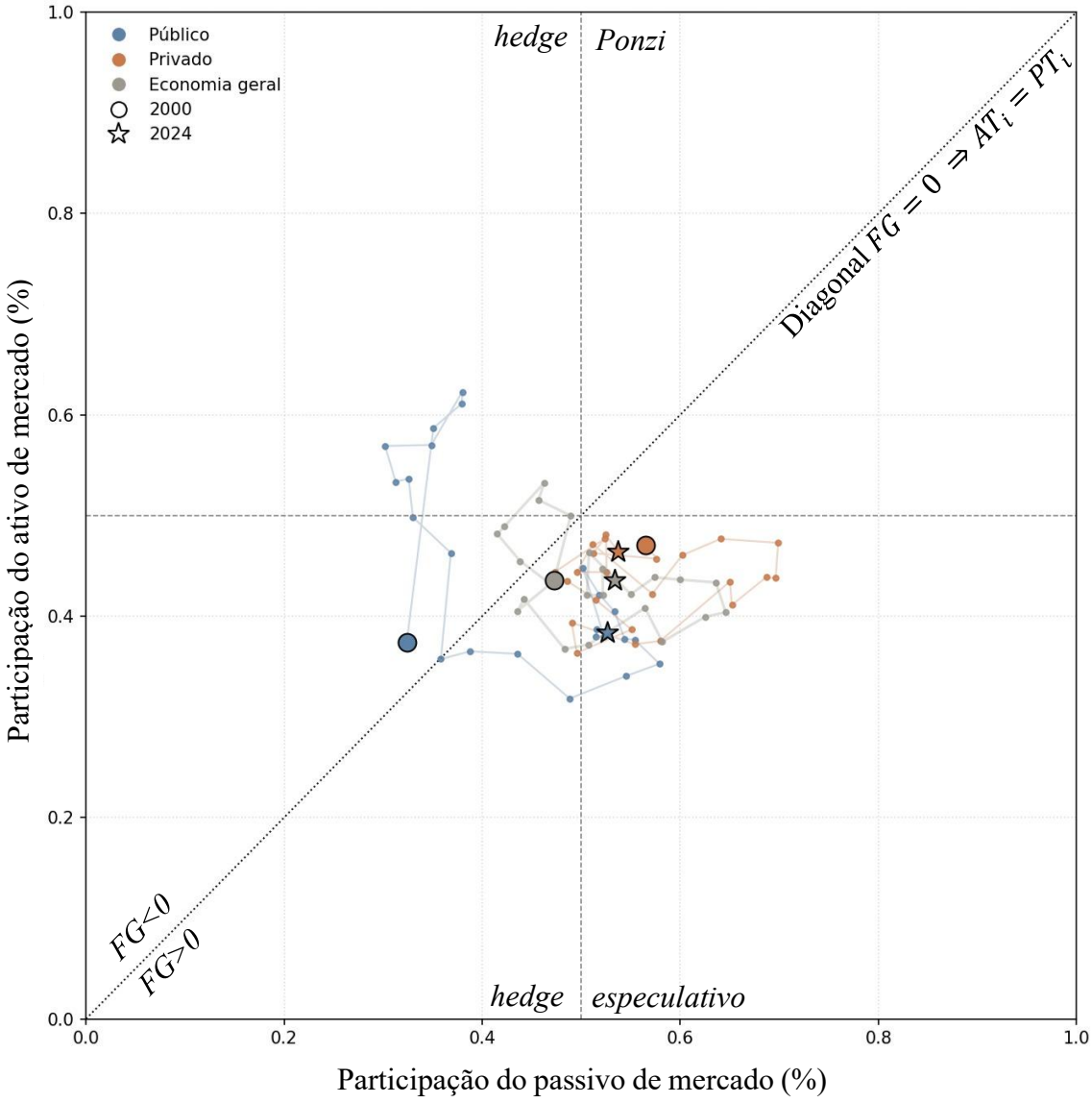
Fonte: Hardie e Howarth (2013) exceto o dado para o Brasil. Elaborado pelos autores.

Mas o sistema bancário brasileiro se mantém nesse formato? A resposta é não. O sistema bancário brasileiro deixa de ser bank-based e passa a ser market-based. A linguagem proposta na

seção metodológica ajudaa a observar isso. Os resultados surgem através da identificação dos agentes como hedge, especulativo e Ponzi (Minsky, 1992), através das participações na análise dos quadrantes, e da posição de funding gap (Hardie e Howarth, 2013), na posição relativa à diagonal $x = y$ do plano.

O Gráfico 2 mostra a posição média dos bancos públicos, privados e de todos os bancos (a economia geral) no plano de exposição bancária. Dele é possível extrair a afirmação de que o sistema bancário brasileiro era hedge não exposto em 2000 e passou a ser especulativo exposto em 2024. Nesse cenário, os bancos públicos puxavam a característica hedge na economia e não eram ameaçados no início da série, tornando também agentes especulativos ao final. Os bancos privados, por sua vez, iniciaram e terminaram a série com características de agente especulativo e passivo ameaçado.

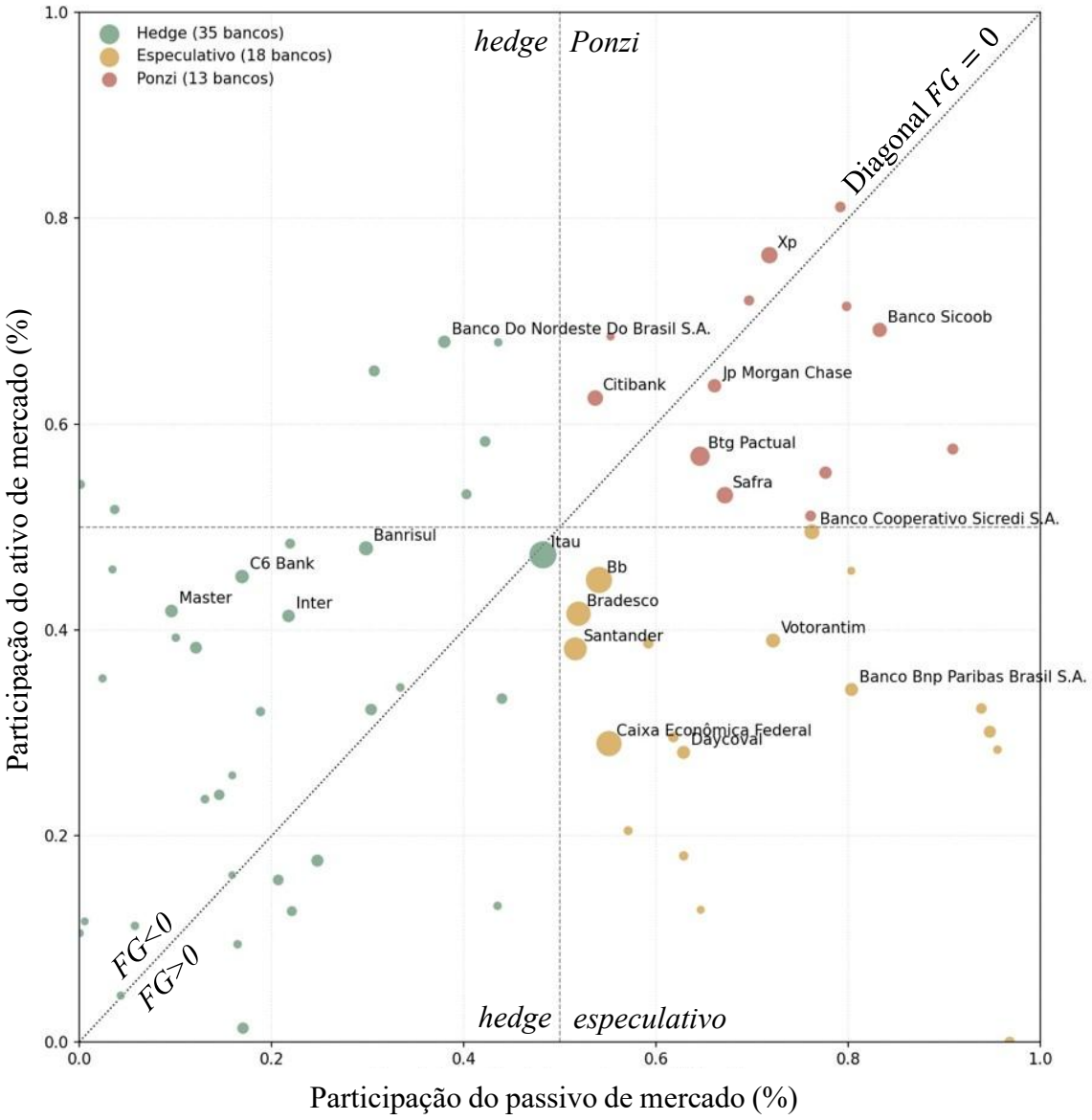
Gráfico 2: Posições médias das participações dos ativos e passivos de mercado por tipo público ou privado e da economia brasileira no plano de exposição bancária



Fonte: IFData/BCB. Elaborado pelos autores.

Quando apresentado o mapa de bancos (Gráfico 2), privados e públicos, obtém-se a posição de cada banco revelando sua identidade e característica no sistema bancário. Nesse plano aberto é possível observar bancos privados hedge (Master[5], C6, Inter, Itaú, entre outros), bancos especulativos (Banco do Brasil, Bradesco, Santander, Caixa Econômica, entre outros) e bancos Ponzi (CitiBank, XP, BTG Pactual e outros). Bancos hedge têm portifólio de passivo dominantemente tradicional (mais da metade). Bancos especulativos têm passivo dominantemente de mercado e ativos dominantemente tradicionais. Bancos Ponzi têm passivo e ativo dominantemente de mercado.

Gráfico 3: Posição dos bancos brasileiros no plano de exposição bancária



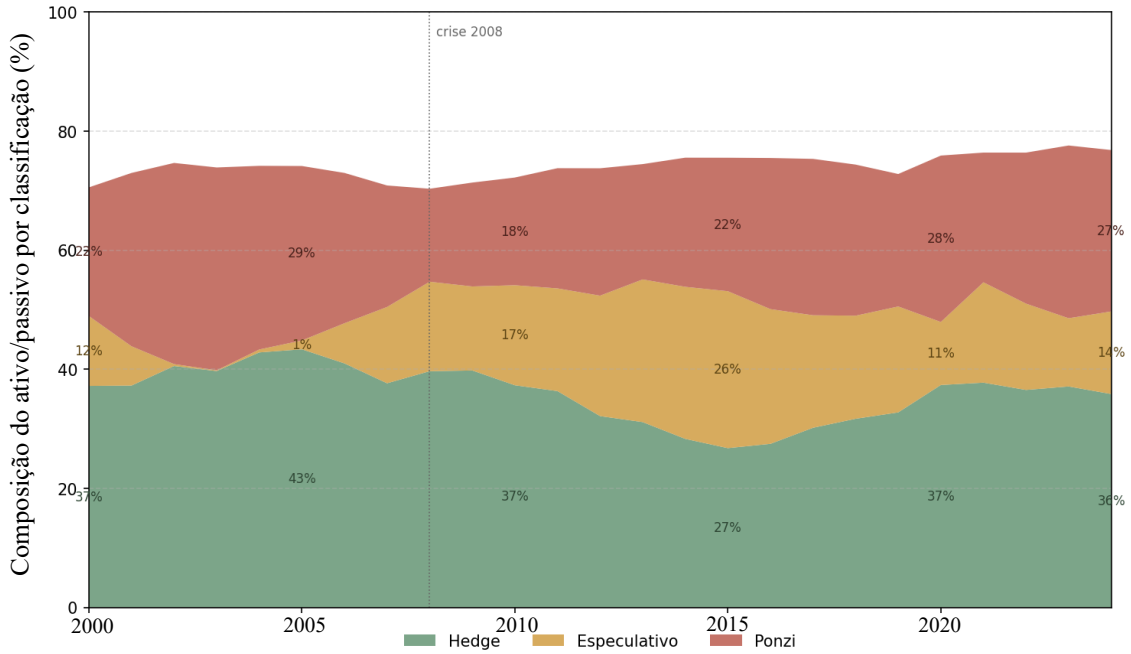
Fonte: IFData/BCB. Elaborado pelos autores.

[5] O Banco Master foi liquidado pelo BCB em novembro de 2025 devido a uma "crise de liquidez" (Nota Oficial, BCB, 2025). Segundo os resultados deste trabalho, o banco está em posição de hedge e passivo não ameaçado, o que não pode não configurar a realidade. Esse caso pode ser explicado por possível falta de transparência do banco ao IFData.

A seguir, contemplamos a análise dos resultados do volume financeiro de cada classificação de financiamento, *hegde*, especulativo e Ponzi, na série histórica de 2000 até 2024. A Figura 1 apresenta a evolução das classificações, como fluxo de financiamento, para a economia geral, considerando todos os bancos brasileiros. A Figura 2 apresenta os percentuais de comportamento nos bancos públicos e a Figura 3 nos bancos privados.

A Figura 1 apresenta a evolução média de todos os bancos, i. e. do sistema bancário da economia brasileira como um todo. A série inicia com 37% dos bancos em comportamento de hedge, 12% especulativos e 25% como Ponzi. Até 2005, há um achatamento da parcela especulativa e logo a seguir sua expansão. A queda da parcela hedge indica um estreitamento das possibilidades de pagamentos de passivos tradicionais com ativos tradicionais e, portanto, maior exposição dos bancos brasileiros ao mercado de capitais.

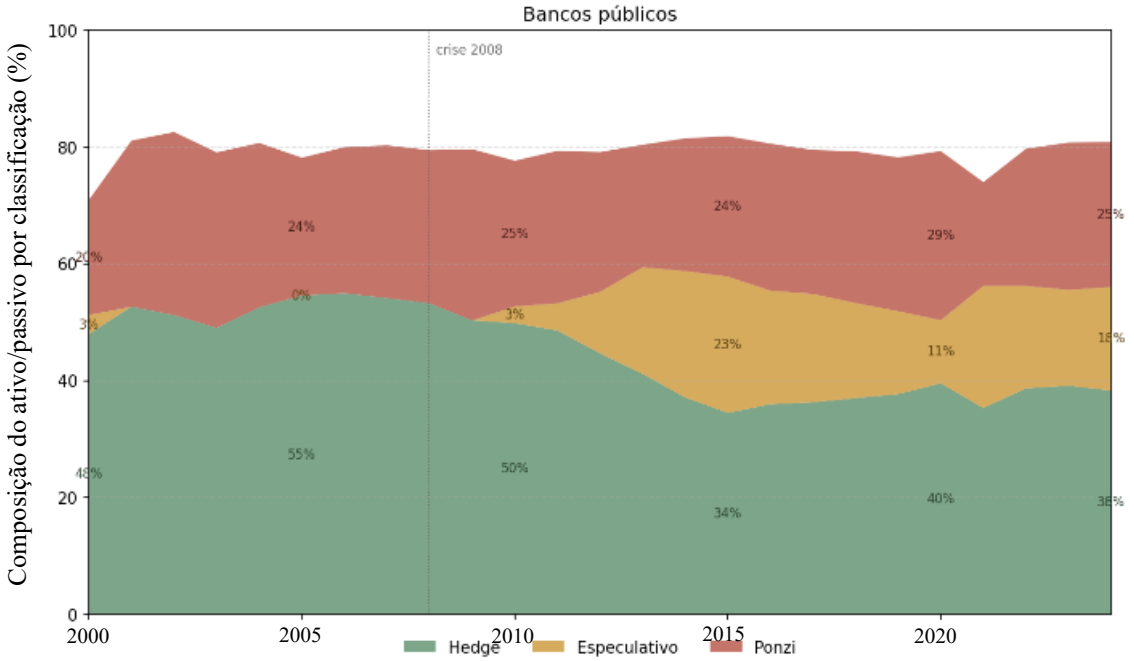
Figura 1: Evolução da classificação de comportamento no balanço dos bancos brasileiros, entre 2000 e 2024



Fonte: IFData/BCB. Elaborado pelos autores.

A Figura 2 revela que entre 2001 e 2009 não parcela especulativa em qualquer banco público. Ou seja, nenhum banco quitava passivos tradicionais com ativos de mercado. A partir de 2010, entretanto, a parcela especulativa dos bancos se expande e alcança 23% em 2015 (máximo observado). De toda forma, é possível afirmar que os bancos públicos brasileiros têm se exposto cada vez mais ao financiamento via ativos de mercado.

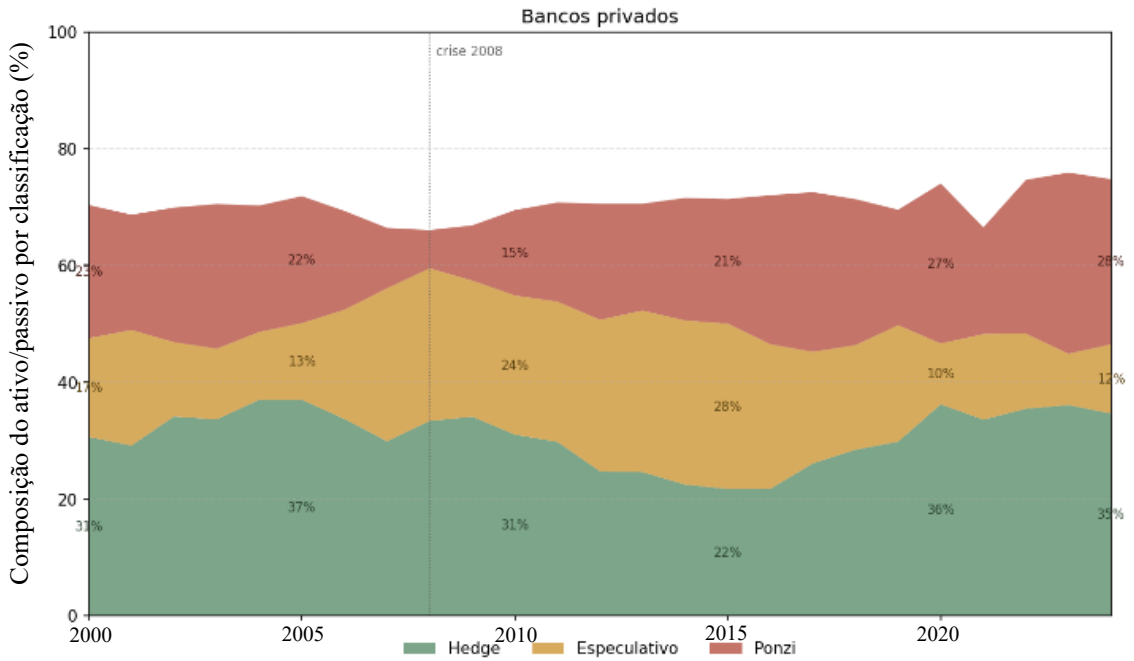
Figura 2: Evolução da classificação de comportamento no balanço dos bancos públicos brasileiros, entre 2000 e 2024



Fonte: IFData/BCB. Elaborado pelos autores.

A Figura 3 apresenta o resultado dos bancos privados, que mostra certa constância no nível de comportamento especulativo. Entre 2006 e 2016, por outro lado, é possível observar a expansão do comportamento especulativo e, a partir de 2008, nota-se expansão do comportamento Ponzi.

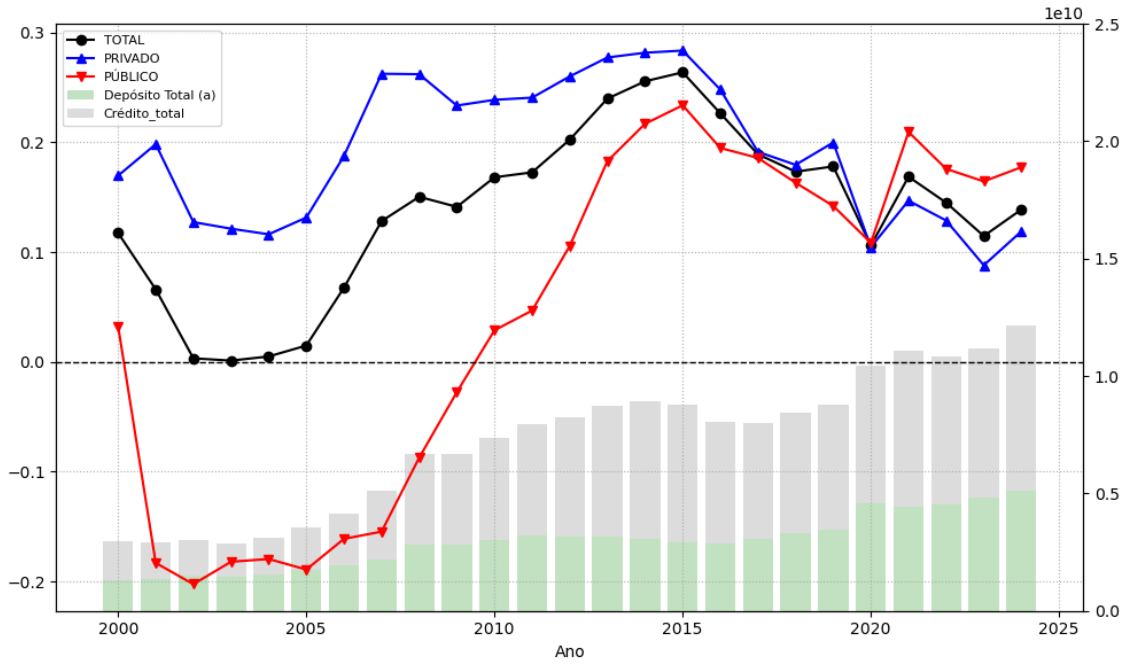
Figura 3: Evolução da classificação de comportamento no balanço dos bancos públicos brasileiros, entre 2000 e 2024



Fonte: IFData/BCB. Elaborado pelos autores.

A Figura 4 apresenta a evolução do funding gap dos bancos brasileiros entre de 2000 a 2024. Vale destacar o excedente de liquidez tradicional de 2001 a 2009, em que os bancos públicos acumulavam depósitos de cliente frente à quantidade de ativos (FG<0). Ao aumentar o nível de crédito, inclusive especulativo (como visto na análise das classificações de comportamento), os bancos passam depender menos de passivos tradicionais aumentando, assim, o funding gap, que se mantém positivo até o final da série. Além disso, nota-se que o volume financeiro movimentado entre os bancos evoluiu de aproximadamente R$ 4 bilhões para mais de R$ 10 bilhões em créditos concedidos e depósitos realizados.

Figura 4: Evolução do funding gap para bancos públicos, privados e a média total, depósitos e créditos totais, entre 2000 e 2024



Fonte: IFData/BCB. Elaborado pelos autores.

É possível observar, portanto, a maior exposição generalizada dos bancos públicos e privados brasileiros desde a crise de 2008, com destaque para o comportamento especulativo dos bancos públicos a partir de 2009, demonstrando a transição do modelo nacional de financiamento para o *market-based banking*.

Considerações Finais

Continuidades da pesquisa podem surgir de perguntas quanto ao efeito da tendência dos bancos brasileiros ao financiamento market-based sobre a estabilidade do sistema financeiro. Aqui se explora o balanço patrimonial no sentido de identificar a exposição do sistema bancário ao

financiamento de mercado. Porém, até aqui não se pode dizer que o excedente de liquidez observado no funding gap é, de fato, shadow banking.

O trabalho abre um conjunto de lacunas e oportunidades para agendas futuras de pesquisa. Uma primeira lacuna diz respeito ao papel das políticas públicas — especialmente BNDES, compulsórios e regulações prudenciais — na contenção ou aceleração da financeirização bancária. Investigações que integrem dados microeconômicos de carteiras, maturidades e origens dos passivos podem aprofundar a compreensão sobre como cada banco internaliza riscos de mercado. Outra frente promissora envolve comparar o caso brasileiro com economias emergentes que passaram por processos semelhantes, permitindo identificar padrões regionais e especificidades nacionais. Além disso, estudos que conectem o plano de exposição bancária a indicadores macroeconômicos — como volatilidade cambial, ciclos de crédito e spreads bancários — podem esclarecer como a financeirização afeta a transmissão da política monetária e a estabilidade financeira.

Do ponto de vista de políticas macroeconômicas, os achados sugerem exposição do sistema bancário brasileiro a riscos provenientes da volatilidade do mercado, resultando num diálogo pertinente da nova dinâmica de estado redutor de riscos (Gabor, 2021). Nesse sentido, este trabalho é propõe mais um parágrafo no debate acerca do papel endógeno da moeda, reforçando o poder de bancos públicos e privados na criação de crédito encadeado (Godley, 1996). Este artigo reafirma a hipótese de que existe um processo de canalização desses títulos para os balanços dos bancos, gerando uma interconexão entre os balanços financeiros, onde o passivo de um banco é o ativo de outro e se algum perde valor, todos são afetados em cadeia, reforçando relevância da agenda da macrofinanças crítica. (Bonizzi; Kaltenbrunner, 2020; Gabor, 2020; Knafo, 2020).

O avanço do *market-based banking* nas economias globais é considerado, nesta literatura, um apontamento para o aumentando da instabilidade nos sistemas financeiros. A redução da parcela *hedge* indica que o colchão de estabilidade observado em 2007 não se mantém, o que reforça a importância de políticas prudenciais contracíclicas, mecanismos de garantia de depósitos robustos e monitoramento contínuo da estrutura de funding. A transição para o *market-based banking* implica repensar o papel dos bancos públicos: historicamente estabilizadores, eles agora também participam da dinâmica especulativa, o que demanda revisões estratégicas sobre sua função no desenvolvimento econômico e na mitigação de riscos sistêmicos.

Assim, as evidências apontam para um sistema bancário mais exposto, mais integrado ao mercado de capitais e, portanto, mais vulnerável a choques externos — cenário que torna urgente a continuidade da pesquisa e o aperfeiçoamento das políticas macroprudenciais no Brasil.

Referências

BEZEMER, Dirk J. Understanding financial crisis through accounting models. **Accounting, Organizations and Society**, v. 35, n. 7, p. 676–688, out. 2010.

BONIZZI, Bruno; KALTENBRUNNER, Annina. Critical macro-finance, Post Keynesian monetary theory and emerging economies. **Finance and Society**, v. 6, n. 1, p. 76–86, 28 maio 2020.

CROCCO, Marco *et al.* Desenvolvimento econômico, preferência pela liquidez e acesso bancário: um estudo de caso [Economic development, liquidity preference and access to bank services: a case study]. **Textos para Discussão Cedeplar-UFMG**, Textos para Discussão Cedeplar-UFMG. abr. 2003.

CROCCO, Marco. Centralidade e hierarquia do sistema financeiro brasileiro. **Nova Economia**, v. 22, p. 31–79, 2012.

CROCCO, Marco; CAVALCANTE, Anderson; BARRA, Cláudio. The Behavior of Liquidity Preference of Banks and Public and Regional Development: The Case of Brazil. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 28, n. 2, p. 217–240, 2006.

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

GABOR, Daniela. The Wall Street Consensus. **Development and Change**, v. 52, n. 3, p. 429–459, 2021.

GODLEY, Wynne. Money, Finance and National Income Determination: An Integrated Approach. 1996.

HARDIE, Iain; MAXFIELD, Sylvia; VERDUN, Amy. Introduction: Towards a Political Economy of Banking. *In*: HARDIE, Iain; HOWARTH, David (Orgs.). **Market-Based Banking and the International Financial Crisis**. *[S.l.]*: Oxford University Press, 2013. p. 0.

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

MAS-COLELL, Andreu; D. WHISTON, Michael; R. GREEN, Jerry. **Microeconomic Theory**. *[S.l.]*: Oxford University Press, 1995.

MINSKY, Hyman P. **The Financial Instability Hypothesis**. SSRN, , 1992. Disponível em: <https://www.ssrn.com/abstract=161024>. Acesso em: 24 ago. 2026

Taxonomia Sustentável Brasileira. . *[S.l.]*: Ministério da Fazenda, set. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/taxonomia-sustentavel-brasileira/taxonomia-sustentavel-brasileira.pdf>. Acesso em: 19 out. 2023.