

# PODER FINANCEIRO E AÇÃO ESTATAL: o Banco Central do Brasil e os imbricamentos público-privados de interesses, ideias e infraestruturas

Pedro Mouallem\*

O artigo joga luz às formas de exercício de poder por atores financeiros sobre a ação estatal no Brasil, mapeando os distintos imbricamentos público-privados concentrados no Banco Central do Brasil. O interesse em tais intersecções e interdependências intensificou-se após a crise financeira de 2008, desmistificando análises tradicionais que tratavam Estados e mercados financeiros como domínios estanques. A pesquisa apresenta a literatura emergente sobre o tema, argumentando que, no contexto brasileiro, dois tipos de vínculos têm sido mais explorados: a complementaridade entre interesses e macroinstituições, e as conexões pessoais no sistema financeiro. Buscando contribuir com esses esforços, o artigo joga luz a um terceiro tipo de imbricamento, chamado infraestrutural, que começa a ser discutido internacionalmente. Por fim, o trabalho classifica três dimensões infraestruturais das finanças no Brasil, visando orientar futuras pesquisas sobre as minúcias institucionais, técnicas e políticas do poder infraestrutural.

PALAVRAS-CHAVE: Poder financeiro. Ação estatal. Relações público-privadas. Banco central. Sistema financeiro brasileiro.

## INTRODUÇÃO

Quais os mecanismos pelos quais atores financeiros influenciam a ação estatal? E, considerando esses mecanismos, quais são os vínculos entre Estados e mercados financeiros? Os questionamentos têm atraído atenção de pesquisadores e pesquisadoras de todo o mundo nas últimas décadas, especialmente diante da crescente predominância de motivos, interesses e atores financeiros na economia capitalista (Epstein, 2005; Krippner, 2011). Respondê-los tornou-se tarefa ainda mais urgente após a crise financeira de 2008, momento em que as interdependências público-privadas se mostraram evidentes nas ações de bancos centrais com poderes cada vez maiores para preservar e estimular economias nacionais (Vogl, 2015). De fato, a crise serviu como “revelação” a pesquisadores(as) que se viram impelidos(as) a abrir a “caixa-preta” das finanças e explorar tais imbricamentos (Coombs; Thiemann, 2022).

Uma literatura emergente passou, então, a mapear as múltiplas confluências entre Estados e mercados financeiros, desfazendo a contradição aparente no debate acadêmico, marcado por, de um lado, análises sobre o crescente fortalecimento dos Estados, em particular dos bancos centrais, na gestão macroeconômica; e, de outro, análises sobre a sua paulatina redução de sua autonomia diante de interesses financeiros.<sup>1</sup> Abrindo novas frentes de pesquisas, estudos recentes sugerem que a expansão de competências, instrumentos e poderes de bancos centrais e o crescente envolvimento com mercados financeiros foram parte de um mesmo processo histórico. Entre outras coisas, pesquisa jogam luz aos imbricamentos público-privados que explicam porque bancos centrais mantiveram o padrão de políticas favoráveis aos mercados após a crise de 2008, mesmo tendo adquirido novos e mais robustos recursos, instrumentos e competências (Walter; Wansleben, 2020).

No Brasil, espelhando o movimento global, uma literatura emergente, apresentada

\* Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (Cebrap). Rua Morgado de Mateus, 615. Cep: 04015-051. Vila Mariana – São Paulo – São Paulo – Brasil. pedro.mouallem@gmail.com <https://orcid.org/0000-0002-2549-230X>

<sup>1</sup> Uma oposição explorada, por exemplo, por Vogel (1996), em defesa do primeiro polo e opondo-se àqueles que viram as transformações do fim do século XX como um extenso processo de desregulação da economia em favor dos interesses financeiros.

adiante neste artigo, começou a se interessar pelas conexões, sobreposições e constituições recíprocas entre Estado e mercados financeiros desde o Banco Central do Brasil (BCB). As ambivalências que marcam o sistema financeiro brasileiro constituem o pano de fundo desses esforços. Os incumbentes no país, bancos tradicionais, destacam-se pela lucratividade “seja qual for o clima econômico” (Brazil’s [...], 2018) e por cumprir com exigências prudenciais superiores às recomendadas internacionalmente (IMF, 2018). De fato, a persistente estabilidade é notável em um segmento que sofreu diversas turbulências nas últimas décadas (Martins *et al.*, 2021). Contudo, essa arquitetura apresenta limitações igualmente eminentes com relação aos altos *spreads* (Zeidan, 2020) e baixo volume do crédito doméstico, bem como à concentração de mercado. A atuação do Estado brasileiro é parte importante dessa história. Por um lado, o BCB se constituiu historicamente como regulador capacitado, apto a implementar regras prudenciais recomendadas internacionalmente. Por outro, tem contribuído para manter uma concorrência mitigada nesse mercado (Schapiro, 2021), além de apresentar limitações institucionais importantes para momentos de crise (Mouallem, 2023). Estudos buscam, então, explicar tais ambivalências pelos mecanismos que conectam Estado e mercados financeiros no país.

O presente artigo procura contribuir com esse esforço. O trabalho faz duas principais contribuições ao campo, com procedimentos de pesquisa próprios. Primeiramente, partindo de uma sequência de pesquisas recentes sobre as distintas dimensões de poder das finanças (Braun, 2020; Coombs; Thiemann, 2022; Walter; Wansleben, 2020; Wansleben, 2020; Woll, 2014), o artigo procura mapear como estudos brasileiros discutem as intersecções e os imbricamentos entre Estado e mercados financeiros. Os trabalhos levantados<sup>2</sup> foram classificados

em três principais vertentes, que exploram: 1) a complementaridade entre interesses e macroinstituições; 2) as conexões pessoais; e 3) os vínculos infraestruturais no sistema financeiro. A classificação foi realizada considerando-se o enfoque de cada vertente e a dimensão de poder a ele atrelada – poder estrutural e instrumental; poder ideacional; poder infraestrutural, respectivamente –, como discute-se adiante.

O artigo sugere que pesquisas no país ressaltam, sobretudo, os dois primeiros tipos de vínculos. Conexões público-privadas no nível da operacionalização da ação estatal (terceiro tipo) recebem uma atenção menor e mais dispersa. A segunda contribuição do artigo, nesse sentido, é de jogar luz às distintas dimensões infraestruturais das finanças no Brasil. Como apresentado a seguir, pesquisas sugerem que diferentes bancos centrais passaram a se valer das tecnologias, informações, e dinâmicas dos próprios mercados financeiros para operacionalizar suas políticas e regulações, e que, ao fazê-lo, consolidaram formas de imbricamento com as finanças, ampliando sua influência sobre ação estatal de forma mais cotidiana e profunda.

Seguindo essa pista, o artigo discute os contornos das infraestruturas compartilhadas por banco central e mercados financeiros no país. São analisadas três dimensões infraestruturais no caso brasileiro, cada uma correspondendo a uma face da ação estatal no sistema financeiro: política monetária, sistema de pagamentos e regulação financeira. Em suas descrições, além de estudos anteriores, incluindo Mouallem (2021, 2023) e Schapiro, Mouallem e Dantas (2023), o artigo recorreu à descrição do próprio BCB sobre sua política e sua relação com atores privados.<sup>3</sup>

O artigo está dividido em quatro seções, incluindo esta introdução. A segunda seção apresenta a agenda de pesquisas que emergiu com a crise de 2008, que revela a importância

<sup>2</sup> Sem a pretensão de realizar uma análise bibliométrica, foram aqui discutidos trabalhos encontrados em grandes repositórios de artigos científicos no país sobre as relações entre banco central e sistema financeiro, bem como suas referências, quando pertinentes.

<sup>3</sup> Compuseram a análise textos oficiais sobre cada dimensão existentes no site do BCB, confira em: <https://www.bcb.gov.br/>.

de se analisar os imbricamentos entre Estados e mercados financeiros. Com isso, busca-se sugerir uma agenda em aberto que demanda maior engajamento de pesquisadores(as). A terceira seção organiza a literatura emergente no tema, com ênfase no caso brasileiro, segundo os tipos de relações mapeadas. A quarta seção delinea as distintas dimensões infraestruturais no caso brasileiro, buscando (começar a) suprir a lacuna de estudos existentes. A quinta seção apresenta conclusões.

### **A AGENDA PÓS-CRISE DE 2008: Bancos Centrais como zonas de indeterminação**

A “crescente importância das atividades financeiras como fonte de lucros na economia”, chamada financeirização do capitalismo (Krippner, 2011, p. 27), já não é um fenômeno exatamente novo.<sup>4</sup> Sua forma contemporânea teve início nos Estados Unidos, no fim dos anos 1970, como resultado – de longo prazo e longo alcance – de transformações regulatórias pontuais voltadas a endereçar a crise do capitalismo democrático naquele momento (Streeck, 2014). Nesse sentido, esteve longe de ser um processo espontâneo. Atores estatais foram decisivos ao processo de “re-regulação” capitalista (Vogel, 1996) que não somente ampliou a mobilidade de capitais, globalizando as oportunidades de investimento privado, e viabilizou a emergência de novos produtos e mercados financeiros, mas também estabeleceu incentivos para que as empresas não financeiras passassem a obter lucros por canais financeiros.

Novas “fundações institucionais” (Caruthers, 2015) possibilitaram a reorganização do capitalismo contemporâneo, redesenhando as fronteiras entre política, economia e

<sup>4</sup> Como sintetiza Van Der Zwan (2014), financeirização refere-se à progressiva expansão da lógica financeira a diferentes áreas da vida econômica e social, tendo nas últimas décadas abrangido processos socioeconômicos complementares, tais como a ascensão de uma “shareholder value orientation” na governança corporativa, a difusão de instrumentos de dívida na vida cotidiana, e a emergência de um novo regime de acumulação capitalista.

sociedade. Por um lado, o processo implicou certa “libertação” dos mercados financeiros de amarras e controles estatais, por meio de um extenso processo de eliminação de regulações econômicas restritivas, liberalização de capitais e privatização de empresas e serviços públicos. Por outro lado, foi acompanhado do surgimento de novas formas de organização e ação estatal, que implicaram um crescente alinhamento mútuo entre regulações e práticas de governança e processos de mercados.<sup>5</sup> Embora tenham sido seus promotores, Estados não saíram incólumes da financeirização (Karwowski, 2019).<sup>6</sup> O mesmo processo que estimulou e expandiu o alcance de motivos, interesses e atores financeiros (Epstein, 2005), também fortaleceu e conferiu centralidade na governança capitalista a seus principais reguladores: bancos centrais (Wansleben, 2020).

Embora bancos centrais tenham sido construídos inicialmente como reação política doméstica aos efeitos deletérios dos “caprichos do mercado” derivados do regime internacional do padrão-ouro, como sugere uma leitura polanyiana (Polanyi, [1994] 2001; Santos, [202?]), nas últimas décadas, adquiriram nova feição. A partir dos anos 1980, elevaram o controle da inflação progressivamente à condição de seu principal objetivo – alcançando seu ápice, nos anos 1990, com a difusão do modelo de metas de inflação (Bernanke; Mishkin, 1997). Em uma verdadeira mudança de paradigma na política monetária (Blyth, 2002), bancos centrais passaram a representar o completo triunfo da racionalidade técnica (Abolafia, 2012) ao separarem a governança da moeda e do crédito das dinâmicas políticas locais. O modelo de uma burocracia autônoma ganhou tração e difundiu-se para diversos países em uma am-

<sup>5</sup> Esse duplo processo é descrito por Harvey (2005) como o “Estado neoliberal na prática”, distante da versão teórica de um Estado mínimo.

<sup>6</sup> Como conclui Konings (2015, p. 273, tradução nossa), a governança financeira tornou-se “para sempre assombrado por seu enraizamento: a impossibilidade de se descolar completamente dos processos que busca regular”. Do original: “forever plagued by its embeddedness: the impossibility of cleanly extricating itself from the processes that it seeks to regulate”.

pla agenda de reformas (Fernandez-Albertos, 2015), apresentando-se como forma institucional mais adequada para blindar a política monetária das intempéries dos ciclos eleitorais.

Nas análises políticas sobre bancos centrais no período, duas perspectivas à primeira vista contraditórias ganharam palco. Enquanto análises sobre instituições e políticas domésticas destacaram os papéis de liderança assumidos pelas novas burocracias nas transformações e governança de mercados financeiros, análises sobre as dinâmicas de poder na economia global revelaram uma crescente sujeição dos Estados aos mesmos mercados financeiros que deveriam regular. No caso brasileiro, por exemplo, o contraste entre as perspectivas é explícito. De um lado, economistas políticos, analisando o sentido das reformas financeiras dos anos 1990 no país e os efeitos distributivos de políticas macroeconômicas, frequentemente concluem que o BCB tem se revelado submisso aos interesses financeiros domésticos e internacionais (Bresser-Pereira, 2007; Cintra, 2005; Freitas; Prates, 2001; Paulani, 2008). De outro lado, investigando o mesmo período, cientistas políticos descrevem o BCB como um ator forte e autônomo diante de interesses financeiros. Descrevendo reformas que ampliaram a capacidade regulatória do BCB, sugerem que a autarquia foi capaz de liderar a modernização bancária do país com grande desprendimento (Marques, 2005; Martinez-Diaz, 2009; Sola; Garman; Marques, 2001). Embora as diferentes conclusões se expliquem pelos distintos níveis de análise,<sup>7</sup> o fato é que acabam acentuando polos distintos da equação Estado-mercados financeiros, que parecem se alternar na explicação sobre as dinâmicas de poder.

Contudo, a crise de 2008 contribuiu para desfazer eventuais mal-entendidos (Coombs;

Thiemann, 2022). Descrita como fim da “*belle époque* capitalista-financeira”, “ponto de virada”, “catástrofe da época”, a crise financeira – e, posteriormente, econômica – expôs cruamente a real “criação, desenvolvimento e lógica dos processos de *policy-making* no regime econômico-financeiro” (Vogl, 2015, p. 3-4), muito distantes de uma governança neutra, tecnocrática. Primeiro, o próprio processo decisório emergencial jogou luz aos imbricamentos entre Estados e mercados. Comitês *ad hoc* de especialistas, público-privados, adquiriram centralidade na formulação de políticas estatais. Por meio de suas decisões, diversos ativos privados passaram a contar com garantias estatais e instituições financeiras insolventes foram salvas com recursos públicos. Uma governança informal, mas eficaz, se constituiu de atores estatais, supraestatais e financeiros, revelando uma zona de indeterminação em que a distinção hermética entre o público e o privado ficava desativada (Vogl, 2015).

Segundo, com os desdobramentos da crise de 2008, bancos centrais inovaram e expandiram suas políticas em escala heroica. Por meio de programas de *quantitative easing*, tornaram-se, mais que prestamistas de última instância, o verdadeiro motor da economia capitalista como um todo (Bowman *et al.*, 2012). Isso ficou mais evidente diante da emergência da pandemia da covid-19, momento em que bancos centrais ampliaram ainda mais suas políticas “não convencionais” ao adquirir volumes massivos de títulos públicos e suprimir custos de crédito local – inclusive para setores não financeiros – e, com isso, borraram qualquer fronteira possível (antes pressuposta) entre políticas fiscal e monetária, entre política e técnica (Musthaq, 2021). Contudo, bancos centrais fortalecidos não avançaram ações disruptivas sobre os mercados ou ressuscitaram programas de viés keynesiano. Antes disso, preservaram seu papel informal de apoiar a expansão da acumulação financeira privada (Braun, 2020).

Diante disso, compreender como se dão as conexões e a influência mútua entre Estados

<sup>7</sup> Economistas políticos discutem, em um nível macro, as relações de poder e os efeitos macroeconômicos das transformações ligadas ao processo de financeirização, ao passo que cientistas políticos, interessados em um nível intermediário, discutem as dinâmicas políticas entre poderes estatais e entre frações empresariais e burocracias públicas na definição de processos institucionais e regulatórios. Agradeço ao parecerista anônimo que ajudou a elucidar diferenças e complementariedades entre as perspectivas.

e mercados financeiros tornou-se uma tarefa premente para estudos contemporâneos de sociologia econômica e economia política. Uma literatura começou a ganhar força com o objetivo de delinear a natureza híbrida, público-privada, da governança monetária e financeira. Nesses esforços, bancos centrais têm figurado como objetos de análise particularmente privilegiados ao “desenharem as fronteiras entre Estado e economia”, servindo de ponto de encontro entre instituições e atores públicos e privados do capitalismo financeiro (Coombs; Thiemann, 2022, p. 538). Tem-se constituído, assim, uma nova agenda de pesquisas sobre essas instituições centrais ao capitalismo, jogando luz a relações de poder cujos detalhes ainda permanecem ocultos.

## CONEXÕES ENTRE ESTADOS E MERCADOS FINANCEIROS: uma literatura emergente

Embora análises de bancos centrais da Europa e dos Estados Unidos prevaleçam, um corpo de pesquisas sobre experiências do Sul Global, como a brasileira, está se formando paulatinamente (entre outros, Dönmez; Zemanndl, 2019; Madariaga, 2020; Zayim, 2022). E esse movimento é desejável. O BCB, por exemplo, é ilustrativo da conjunção de uma burocracia estatal forte e capacitada com um mercado financeiro igualmente poderoso, concentrado em poucos bancos estáveis e lucrativos – o que nos convida a expor os termos desses vínculos e suas dinâmicas de poder. Estudos enfatizam dois principais tipos de vínculos, relacionados à complementaridade de interesses e macroinstituições no sistema financeiro e às conexões público-privadas de pessoas e ideias. Uma análise das infraestruturas compartilhadas no país é feita na quarta seção.

## Complementaridades institucionais<sup>8</sup>

Historicamente, Estados e mercados financeiros vinculam-se em uma relação de mútua dependência. Com o processo de financeirização, essa interdependência se aprofundou e se tornou mais explícita (Woll, 2017). Por um lado, Estados têm grande interesse no desenvolvimento dos mercados financeiros e nos benefícios para sua economia que deles derivam, mas também são responsáveis por conter seus excessos. Por outro, mercados financeiros dependem de Estados para garantia e *enforcement* de seus contratos (Pistor, 2013), ao mesmo tempo em que almejam se libertar de controles e restrições públicas. Já em momentos de crise, a solução ótima surge quando cooperam: finanças conseguem estabilizar as expectativas antes de um choque generalizado tomar forma, dividindo a conta com o setor público; Estados garantem a expertise técnica necessária para operacionalizar sua governança e reduzem o custo de operações de salvamento (Woll, 2014).<sup>9</sup>

Nesse sentido, estudos apontam para a relação de *poder estrutural* que se manifesta nos vínculos público-privados (Kalaitzake, 2019). Estados e mercados financeiros influenciam-se reciprocamente, pois ambos são dotados de capacidade para tal. Uma perspectiva kaleckiana sugere que a dependência de investimentos privados para o crescimento de economias nacionais pesa a balança para o lado dos mercados, levando os Estados a estabelecerem políticas necessariamente enviesadas

<sup>8</sup> A ideia de complementaridade institucional tem sido frequentemente criticada como estática e funcionalista. Embora críticas tenham razão no caso de alguns estudos, o conceito parece ser útil quando aponta para conformações de interesses e instituições público-privadas como compromissos sócio-políticos alcançados em condições históricas específicas. Sobre isso, ver Amable (2016).

<sup>9</sup> Contudo, Woll (2014) argumenta que a cooperação não está garantida a priori. Atores financeiros conseguem obter o acordo mais favorável, isto é, com os maiores subsídios públicos, quando coletivamente são capazes de não agir – o que chama de “inação coletiva”. Já os Estados buscam garantir a participação privada nos esquemas de resolução de crise para não arcarem com os custos de salvamento sozinhos. O resultado disso depende das condições institucionais, da capacidade de coordenação privada e dos instrumentos estatais em cada contexto e momento histórico.

em favor de demandas empresariais a fim de evitar uma “greve de investimentos”. No que diz respeito às finanças, essa dependência teria sido ainda mais aguçada pela necessidade, por parte de Estados crescentemente endividados nas últimas décadas, de preservar expectativas dos investidores em títulos públicos. A gestão das dívidas públicas estaria, assim, no centro do imbricamento público-privado das finanças (Streeck, 2014).

Contudo, estudos sugerem que o exercício de poder estrutural é multifacetado e contingente (Dafe; Rethel, 2022). Isto é, atores financeiros nem sempre são capazes de pressionar os Estados em favor de todos os seus interesses, pois – a depender do contexto regulatório e da estrutura dos mercados – Estados também são capazes de inviabilizar suas atividades (Culpepper, 2015). Nesse sentido, na melhor das hipóteses, possuem alguma vantagem<sup>10</sup> em um processo contínuo de negociação de interesses com Estados. Algumas análises sugerem que o *poder instrumental*, exercido por meio de *lobby* e outras formas de influência direta, desempenha um papel crucial nas interações público-privadas (Pagliari; Young, 2016), enquanto outras destacam o papel das ideologias que mediam o exercício de poder estrutural e influenciam o desenho de políticas estatais (Woll, 2014). Não obstante, os estudos admitem que os Estados também têm sido frequentemente capazes de regular, restringir e moldar os modelos de negócios dos mercados financeiros que operam em suas jurisdições (Vogel, 2018). Desse modo, é possível concluir que Estados e finanças estão envolvidos em relações de complementaridades de interesses e instituições, que devem ser analisadas contextualmente.

No caso brasileiro, alguns trabalhos têm avançado nessa perspectiva. Kasahara (2009),

embora presente em suas descrições a ênfase da ciência política brasileira quanto à força do BCB diante de mercados financeiros, já sugere a referida mútua dependência. Ao analisar o processo de liberalização financeira no Brasil, nos anos 1990, o autor argumenta que só pode ser compreendido pela análise conjunta da construção de regulação prudencial e da reorganização particular promovida no mercado financeiro doméstico. Tratando das consequências das reformas institucionais que se seguiram à estabilização monetária no Brasil, em 1994, Bin (2016) conclui que serviram para fortalecer a hegemonia financeira domesticamente. O autor sugere que o Estado teve um papel fundamental no processo da financeirização brasileira, ao combinar a atração de capitais internacionais pela manutenção de uma alta taxa de juros doméstica e da ampliação da dívida pública doméstica.

Schapiro (2021), por sua vez, argumenta que a conformação de macroinstituições regulatórias no país só pode ser compreendida com vista às complementaridades entre Estado e mercados. O autor enfrenta a questão ao tratar da combinação brasileira – a que denomina “desenvolvimentismo prudencial” – entre a aplicação de regras prudenciais recomendadas internacionalmente e o uso de instrumentos financeiros típicos do desenvolvimentismo. Segundo Schapiro (2021), a peculiaridade brasileira explica-se, de um lado, pela existência de uma burocracia capacitada jurídica e politicamente e voltada a aplicar as regras de Basileia como “melhores práticas” regulatórias. De outro, pela redução de custos regulatórios para atores financeiros, particularmente por meio de uma política de concorrência financeira mitigada e da manutenção, pelo BCB, de operações compromissadas lucrativas aos grandes bancos. Além disso, como forma de compensar as limitações desse arranjo, em termos de custo e volume de crédito privado, o Estado preserva “instrumentos desenvolvimentistas”<sup>11</sup> para

<sup>11</sup> Notadamente, políticas de crédito subsidiado de bancos públicos e regras de crédito direcionado de bancos privados.

fomentar segmentos economicamente relevantes. O arranjo pouco usual expressaria, assim, a organização institucional dos interesses mútuos entre Estado e mercados financeiros.

Schapiro, Mouallem e Dantas (2023), analisando a recente criação de um sistema de pagamentos instantâneos pelo BCB, indicam que a configuração da “financeirização digital” no Brasil se explica pela complementaridade entre uma burocracia forte e atuante em redes regulatórias transnacionais e os interesses dos grandes bancos, incumbentes do mercado financeiro brasileiro. Nesse sentido, a decisão, à princípio intervencionista, de ser o criador, operador e regulador do PIX poderia ser explicada pelo alinhamento de interesses entre uma burocracia zelosa de seus poderes e atores financeiros relevantes.

Em suma, estudos explicam tanto as ações de bancos centrais quanto o modelo de negócios dos mercados financeiros pela formação histórica de interdependências. Contudo, a interdependência não se explica apenas pela estrutura de interesses (Blyth, 2003). A interação Estado-mercados e a conformação de interesses estão ligadas também às formas de compreensão e operacionalização das ações públicas e privadas nas finanças.

### Conexões pessoais

Para além da composição entre instituições e interesses, pesquisas exploram o papel dos indivíduos – suas socializações e redes sociais – na intersecção entre Estados e mercados. Analisando diversos países, autores argumentam que variáveis como trajetórias profissionais (Adolph, 2013; Farvaque; Hammadou; Stanek, 2009; Wirsching, 2018), histórico educacional (Göhlmann; Vaubel, 2007), filiação política (Strong; Yayi, 2023) e gênero (Diouf; Pépin, 2017) influenciam decisivamente as preferências de banqueiros centrais.<sup>12</sup> De fato,

<sup>12</sup> Seabrooke e Tsingou (2021) analisam essas questões investigando governança financeira internacional.

socialização, perspectiva pessoal e redes sociais de indivíduos circulando por bancos centrais e mercados financeiros imbricam lógicas, interesses e visões prevalentes na política monetária e na regulação financeira.<sup>13</sup>

No Brasil, seguindo a mesma trilha, estudos iluminam a influência de trajetórias profissionais e educacionais de funcionários de alto escalão do BCB na orientação de política da instituição, revelando conexões público-privadas pouco evidentes. Partem de estudos brasileiros anteriores no tema. Os trabalhos de Loureiro (1997) e Novelli (2002) sobre os perfis de indivíduos recrutados às diretorias do BCB são citados como esforços iniciais no mapeamento das conexões pessoais entre mercados e BCB. Uma análise mais detida da lógica de recrutamento de membros do alto escalão do BCB foi realizada por Olivieri (2007). A autora propõe uma segmentação das diretorias da autarquia entre as que formulam política econômica e as que não formulam, para então analisar o padrão de recrutamento de diretores, segundo a carreira profissional pregressa. Olhando para dados de 1985 a 2000, Olivieri identifica que, em diretorias de políticas monetária e cambial, 78% dos diretores foram recrutados de carreiras externas ao BCB (“profissionais de fora”). Já nas diretorias de fiscalização, de normas e de administração (segundo tipo), 75% dos diretores foram recrutados entre os funcionários concursados do BCB (“burocratas”). A autora conclui que a diferença de critério entre diretorias explica-se pelas habilidades acumuladas por “profissionais com perfil híbrido”, que os gabaritam a “posições de *policy-maker*” (Olivieri, 2007, p. 156).

Dantas (2015), Codato e demais autores (2016) e Perissinotto e demais autores (2017)

<sup>13</sup> No outro polo da relação, Lim, Hagendorff e Armitage (2019) argumentam, analisando o caso dos Estados Unidos, que a contratação de indivíduos com passagens pelo Federal Reserve por bancos contribui para reduzir sua sensibilidade a riscos de alavancagem e transferir riscos para *safety-nets*, restringindo, assim, a efetividade da supervisão bancária no país. Heese (2022) chega a conclusões semelhantes ao analisar contratações pelo setor privado financeiro de membros sêniores do Financial Reporting Enforcement Panel (FREP), regulador do mercado de capitais alemão. Em suma, as chamadas “portas-giratórias” influenciam tanto a condução da política monetária e da regulação financeira, quanto a condução dos negócios privados.

aprofundam esses achados ao enfrentar mais diretamente o problema dos vínculos público-privados no BCB. Dantas (2015) confirma o padrão de recrutamento dividido entre dois tipos de diretorias do BCB, entre 1995 e 2014. O autor analisa a trajetória profissional e o tipo de treinamento prévio, concluindo que diretorias que formulam política econômica contam com maioria de indivíduos recrutados do sistema financeiro e com treinamento em universidades de perfil ortodoxo. No mesmo sentido, Codato e demais autores (2016) classificam as afiliações dos diretores a “escolas de pensamento econômico” segundo o tipo de histórico educacional. Os autores concluem que os indicados às diretorias que formulam políticas econômicas têm histórico profissional ligado aos mercados financeiros e são formados majoritariamente em instituições de ensino do *mainstream* econômico, ao passo que diretorias que não as formulam são ocupadas por burocratas de carreira, formados em instituições fora do *mainstream* econômico. Mesmo em governos com orientações políticas distintas, o padrão de recrutamento se manteve, sugerindo a existência de uma regra informal, mas eficaz de entrelaçamento público-privado.

Perissinotto e demais autores (2017) avançam metodologicamente sobre tais conclusões. Os autores utilizam-se da técnica de análise de redes sociais, em especial, para identificar participantes mais relevantes das “[...] conexões entre os mundos público e privado, entre esses mundos e instituições universitárias” (Perissinotto *et al.*, 2017, p. 65). Identificam que as instituições de ensino mais proeminentes entre diretores da autarquia são a Universidade de São Paulo (USP), a Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (FGV-RJ) e a Pontifícia Universidade Católica (PUC-Rio), cuja formação é predominantemente voltada ao *mainstream* econômico. Sugerem que esses cursos de economia têm cumprido um papel crucial na constituição de um “esquema informacional”, que potencialmente influencia uma gestão pró-mercado do BCB. Dizendo de

outro modo, os autores concluem que as conexões identificadas podem induzir a autarquia a um modelo de política favorável aos interesses financeiros “[...] em função da orientação intelectual e cognitiva de seus diretores” (Perissinotto *et al.*, 2017, p. 79). Neste caso, o *poder ideacional* parece ser o elemento central para explicar a influência de atores financeiros sobre a ação estatal.

Somados, esses estudos atestam a predominância de conexões pessoais entre mercados financeiros e BCB. Primeiro, explicam os mecanismos que ampliam a familiaridade da autarquia com interesses e visões econômicas *mainstream* relacionadas à sua atuação. Segundo, ajudam a compreender a estabilidade de uma política monetária conservadora no país, mesmo em governos com orientações políticas divergentes, marcada tradicionalmente pela manutenção de altas taxas de juros. A circulação de indivíduos em posições do mercado financeiro e da burocracia estatal, chamada “porta giratória”, contribui, assim, para estreitar objetivos profissionais, habilidades específicas, preferências teóricas e interesses pessoais, ampliando a influência privada sobre as decisões estatais. Além disso, o fato de boa parte dos integrantes de alto escalão do BCB guardarem relações com mercados financeiros repõe a importância do debate sobre autonomia política dessa burocracia, mas em outros termos: qual e em relação a quem uma autonomia de bancos centrais é possível e desejável?<sup>14</sup>

No entanto, nem sempre trajetórias profissionais e educacionais determinam o comportamento da autoridade pública em relação às instituições financeiras. Suas preferências podem ser moldadas ao longo da implementação de suas ações, para o que conta a infraestrutura local disponível.

<sup>14</sup> Um esforço adicional nesse sentido foi feito por Dantas (2019), ao buscar aferir, em um índice, a autonomia do BCB diante dos mercados financeiros. O autor identifica que diretorias que formulam políticas econômicas demonstram historicamente persistente heteronomia diante de poderes privados do sistema financeiro nacional.

## IMBRICAMENTOS INFRAESTRUTURAS DAS FINANÇAS

Bancos centrais concentram vínculos entre Estados e mercados financeiros não apenas ao compor interesses público-privados ou ao conectar indivíduos com trajetórias (educacionais e profissionais) híbridas. Braun e Gabor (2020) sugerem que estudos no tema, em sua maior parte, subdimensionam “o conjunto crucial de interações entre atores financeiros privados e agências públicas” que ocorrem “abaixo da superfície da política aparente”. Diante desse diagnóstico, análises recentes chamam atenção para os vínculos que se concretizam em infraestruturas construídas e operadas simultaneamente por atores estatais e privados.

### Governando através dos mercados

A noção de imbricamento infraestrutural utilizada em pesquisas sobre bancos centrais tem se inspirado principalmente na noção de *poder infraestrutural* de Michael Mann (1984). O conceito foi originalmente formulado para analisar como o poder de Estados democráticos modernos, em oposição à forma absolutista, é exercido por meio de infraestruturas da sociedade civil. Nessa concepção, o poder passa a operar como uma “via de mão dupla” (*two-way street*), visto que o poder infraestrutural amplia tanto os mecanismos de controle por parte do Estado quanto as formas de influência da sociedade civil sobre esse mesmo Estado (Braun, 2020; Coombs; Thiemann, 2022). Estudos recentes valem-se dessa noção para analisar como, ao passarem a “governar através dos mercados”, bancos centrais têm ampliado as relações de interdependência com mercados financeiros e o poder dos últimos sobre decisões estatais (Braun, 2020; Braun; Gabor, 2020).

Algumas análises aproximam o conceito de poder infraestrutural da noção de “infraestrutura” utilizada nos estudos sociais das fi-

nanças, enfatizando “microestruturas” e “dispositivos de mercado” subjacentes ao funcionamento das finanças (Knorr Cetina; Bruegger, 2002; Muniesa; Millo; Callon, 2007). Autores destacam que as “tecnologias sociomateriais” – incluindo não apenas dispositivos tecnológicos, mas também conexões sociais, *expertise* e ferramentas jurídicas (Hall *et al.*, 2023) – são cruciais para a regularização dos processos operacionais financeiros e definem relações de poder. Por um lado, esse diálogo acadêmico permite uma abordagem mais granular do emaranhado sociotécnico que compõe as relações público-privadas no sistema financeiro. De outro lado, permite uma avaliação crítica das questões de governança e do poder das infraestruturas, muitas vezes negligenciadas pelos estudos sociais das finanças (Bernards; Campbell-Verduyn, 2019; Coombs, 2018).

Inaugurando a agenda, Braun (2020) argumenta que são os vínculos infraestruturais existentes entre atores privados e públicos que explicam porque o Banco Central Europeu (BCE) manteve seu apoio aos mercados de *repo* e securitização após a crise de 2008. Mesmo tendo esses mercados contribuído para a instabilidade do período anterior, os interesses dos atores financeiros prevaleceram nas decisões do BCE sobre (não) tributar as operações *repo* e nos esforços de revitalizar *securitization markets*. O autor sugere que as finanças influenciam a formulação de políticas por meio de suas conexões com o banco central no nível operacional. A partir da década de 1980, os bancos centrais, incluindo o BCE, adotaram uma abordagem *market-based* de política monetária, implementando e transmitindo políticas por meio de instrumentos “indiretos”, notadamente operações nos mercados financeiros. Realizando transações financeiras com objetivos de política-pública, os bancos centrais passaram a se engajar com atores financeiros não apenas impondo-lhes regras jurídico-administrativas, mas como participantes ativos dos mercados financeiros que buscam influenciar. Ao longo desse processo,

os mercados financeiros tornaram-se peças do motor da política monetária, adquirindo “poder infraestrutural” sobre a ação estatal.

De uma perspectiva histórica, Braun e Gabor (2020) sugerem que o *Federal Reserve* (Fed) dos Estados Unidos e o BCE ajudaram a criar e desenvolver os chamados mercados de *shadow banking* como meio de “resolver problemas políticos intratáveis” da governança financeira. Walter e Wansleben (2020), por sua vez, afirmam que não apenas as suas motivações políticas, mas as próprias as “tecnologias de governo” (Rose; Miller, 1992) empregadas pelos bancos centrais foram cruciais para transformar a arquitetura das finanças e redefinir o exercício de poder infraestrutural entre esses atores. Analisando os casos dos Estados Unidos e Reino Unido nas décadas de 1980 e 1990, os autores mostram que os procedimentos e técnicas de implementação da política monetária promoveram o alinhamento entre “programas de governança” públicos e práticas de finanças privadas. Consequentemente, tal alinhamento levou os bancos centrais “a uma posição de estabilizadores e apoiadores ativos da financeirização” (Walter; Wansleben, 2020, p. 629). Desde então, bancos centrais têm procurado reforçar sua autoridade, aprimorando o escopo, a precisão e a consistência de suas políticas por meio do apoio efetivo a mercados financeiros líquidos e desenvolvidos. Em outras palavras, bancos centrais se imbricam aos mercados financeiros, tornando-os parte de seu alicerce institucional – o que explica porque “aprenderam a amar a financeirização”.

Não obstante os avanços dessa agenda, há ainda espaço para avançar na compreensão dos contornos e alcance do poder infraestrutural das finanças. Por exemplo, Braun (2020) sugere que vínculos infraestruturais devem ser ainda mais densos no exercício da regulação financeira do que na política monetária. Partindo dessa sugestão, Coombs (2022) analisa a regulação financeira no Reino Unido, mapeando a infraestrutura subjacente aos “testes de estresse”, técnicas voltadas a antecipar

potenciais instabilidades financeiras. O autor descreve como a arquitetura público-privada atrelada ao funcionamento de tais “testes” tem conformado decisivamente a dinâmica de poder no caso analisado, concluindo que as narrativas sobre a estabilidade financeira subjacentes a essa técnica regulatória ampliaram o poder infraestrutural do Banco da Inglaterra. Ao descrever vínculos infraestruturais no campo da regulação, Coombs (2022) abre um campo relevante a futuros estudos que expandam a compreensão das infraestruturas conectando bancos centrais e atores financeiros, para além da política monetária.

### **Operacionalização das políticas do BCB: mapeando dimensões**

No caso brasileiro, essas questões ainda não ganharam atenção sistemática. Apesar disso, de modo fragmentado e sem utilizar o mesmo repertório conceitual, alguns estudos se atentaram para a importância do que a literatura internacional aqui discutida chama de “infraestrutura” do sistema financeiro. Trata-se de um debate ainda em seus estágios iniciais.

Alguns estudos exploram como a própria lógica operacional do sistema financeiro influencia a relação entre Estado e mercados. Mas nem todos se dedicam ao banco central. Lavinas (2017), por exemplo, chama atenção para as consequências do “governo através dos mercados” financeiros em políticas sociais. A autora argumenta que a implementação dessas políticas por meio de infraestruturas do mercado bancário, desde os anos 2000, serviu para disseminar a lógica financeira pela economia brasileira. Identifica que benefícios sociais, como saúde, previdência e ensino superior, passaram a figurar como garantias (*collateral*) para o acesso de indivíduos aos mercados financeiros. Essa abordagem *market-based* de política social visava a construir uma solução ganha-ganha: reduzir o custo público de curto-prazo da implementação de políticas sociais

e, ao mesmo tempo, estabelecer garantias e subsídios implícitos para expandir a dívida privada e os mercados financeiros em geral no país.<sup>15</sup> Conseqüentemente, a própria infraestrutura da ação estatal criou um tipo de dinâmica política contraditória, com o potencial de minar a própria realização dos direitos no país.

Paraná (2018), por sua vez, analisa como as técnicas e procedimentos das operações do mercado de capitais contribuíram para o fortalecimento de alguns atores financeiros.

O autor argumenta que desenvolvimentos das tecnologias subjacentes às operações de mercados financeiros – a que chama de finança digitalizada –, ao garantir crescente automatização das transações, têm acelerado o processo de acumulação financeira. A própria infraestrutura de mercado serviu para ampliar o poder de atores financeiros, ao favorecer “centralizações e concentrações de capitais e seus ganhos na mão de poucos investidores”. O autor sugere que as reformas estatais desde os anos 1980 favoreceram essas dinâmicas. Contudo, mais recentemente, o Estado brasileiro tem novamente sido impelido a se reorganizar institucionalmente para lidar com as conseqüências negativas desse processo, tais como ampliação de fraudes, ampliação da instabilidade e do risco sistêmico, que escapam à sua regulação tradicional. Em poucas palavras, os novos procedimentos e técnicas digitais de operação em mercado forjaram uma dinâmica política própria que tem influenciado as relações de poder no sistema financeiro e moldado a ação estatal.

Quanto aos vínculos infraestruturais centrados no banco central, a pesquisa analisa

<sup>15</sup> Ao mesmo tempo, também contribuiu para financeirizar empresas não financeiras que se vinculavam aos setores favorecidos pelas políticas ao favorecer os mercados de securitização de dívidas.

três principais dimensões. Trata-se de distintos domínios da ação estatal, com características e relações próprias com atores privados, ou seja, que conformam dinâmicas específicas de poder entre Estado brasileiro e mercados financeiros: política monetária, sistema de pagamentos e regulação financeira.<sup>16</sup> O Quadro 1 sintetiza a análise realizada, indicando os componentes e mecanismos de influência privada sobre a ação estatal das distintas dimensões infraestruturais.

**Quadro 1 – Dimensões infraestruturais do sistema financeiro brasileiro: componentes e mecanismo de influência**

Dimensão infraestrutural	Componentes	Mecanismos de influência
Política monetária	Operações de mercado aberto Boletim Focus Regras sobre competência	Operações de mercado Gestão de expectativas
Sistema de pagamentos	Tecnologias de comunicação Regras sobre repartição de riscos e responsabilidades	Processamento das transações financeiras Gestão de riscos sistêmicos
Regulação financeira	Central de Risco de Crédito Modelo de riscos Práticas de <i>disclosure</i>	Transparência como disciplina de mercado Gestão das informações

Fonte: elaborado pelo autor.

### *Infraestruturas da política monetária*

A política monetária contemporânea no Brasil foi inaugurada em 1999 com a implantação do regime de metas de inflação, pelo Decreto nº 3.088. Schapiro (2020) explica que o novo regime alterou a sistemática forjada pela Lei do Plano Real, em 1994, para a política monetária, que estabelecia uma regra quantitativa para

<sup>16</sup> Os três domínios dizem respeito a objetivos enunciados do BCB de preservar a estabilidade dos preços (política monetária), assegurar um sistema financeiro sólido (regulação financeira), gerenciar o meio circulante e monitorar transações entre instituições financeiras (o que inclui o sistema de pagamentos). É possível que pesquisas futuras se dediquem a outras dimensões da ação estatal no sistema financeiro (como, por exemplo, operações cambiais, gestão de reservas internacionais, administração de regimes de resolução, entre outras) ou a recortes mais específicos de cada uma delas (por exemplo, a dinâmica dos “testes de estresse” no caso da regulação financeira, como argumenta Coombs [2020]). A pesquisa aqui apresentada não tem pretensões de exaurir as análises possíveis sobre as minúcias do poder infraestrutural das finanças no Brasil, em seu funcionamento concreto. Almeja-se, antes, como já referido, apresentar reflexões que guiem e estimulem uma agenda brasileira nesse campo.

emissão de moeda com referência aos principais agregados econômicos. Além disso, foi implantado logo após o fim do sistema de câmbio fixo em vigência desde a criação do real. O regime de metas de inflação inovou ao abandonar instrumentos de comando e controle para a política monetária em favor de um sistema de gestão de expectativas através de mecanismos de mercado.

Nesta sistemática, o governo, mais especificamente, o Conselho Monetário Nacional, enuncia publicamente uma meta de inflação a ser perseguida nos anos seguintes. O BCB, por sua vez, fica responsável por perseguir a meta por meio de instrumentos de política monetária, em particular a taxa de juros. O BCB enuncia também publicamente uma meta de juros que, considerando expectativas sobre preços futuros, é capaz de manter inflação dentro da meta prevista. A gestão das expectativas de atores privados se daria por meio de operações de compra e venda de títulos públicos, nas quais o BCB administra a taxa de juros básica. Assim como nas experiências descritas acima, o BCB busca influenciar os preços de toda a economia através dos mercados financeiros, de modo que a média das referidas operações de títulos esteja alinhada com a taxa de juros pelo próprio BCB. Complementando o modelo, foram criados mecanismos para garantir transparência sobre objetivos e justificativas das políticas implementadas, bem como para os casos em que a meta não é alcançada (Veiga da Rocha, 2011).

Esse regime viabilizou maior governança do BCB com relação aos poderes políticos que ainda influíam sobre a política monetária. Autores argumentam que o BCB adquiriu sua autonomia operacional nesse momento, sendo capaz de tomar medidas politicamente controversas mesmo sem as salvaguardas de uma autonomia legal (Schapiro, 2024; Taylor, 2009). Mecanismos de transparência facilitariam a *accountability* política da autoridade monetária, o que legitimaria o novo regime. O outro lado da moeda, por assim dizer, é que a operacionalização da política passou a depender de modo decisivo das expectativas dos atores financeiros.

Como Santana (2012) descreve, o novo regime incorporou mecanismos de avaliação das expectativas futuras dos atores privados ao processo decisório da política monetária. Um desenvolvimento importante teria sido a divulgação do Boletim Focus pelo BCB, com projeções de atores privados selecionados sobre a inflação. O posicionamento oficial do BCB ([202-a]) é que “o monitoramento sistemático das expectativas que o mercado tem sobre preços e atividade econômica é de grande relevância para as decisões de política monetária”. Nesse sentido, a autoridade monetária “[...] coleta diariamente projeções de cerca de 160 bancos, gestores de recursos e outras instituições [...] e publica semanalmente o Relatório Focus” (BCB, [202-a]). Esse dispositivo, segundo Santana (2012), permitiu que os atores financeiros influenciassem as decisões de taxa de juros do BCB, aumentando o ônus da justificativa para decisões que se desviassem significativamente das expectativas do mercado.

Além disso, como a concretização da meta de juros acontece em operações de mercado, divergências de projeções podem aumentar sensivelmente o esforço do BCB em alcançar seus objetivos. Em sentido complementar, Iano (2017) registra que a influência de atores financeiros na operacionalização da política monetária ampliou-se também por outros canais. O autor argumenta que o regime de metas de inflação institucionalizou uma interação público-privada mais estreita. Identifica uma reorganização interna ao BCB para implementação do regime, institucionalizando canais permanentes de comunicação com mercados financeiros e, com isso, alinhando interesses e expectativas entre atores financeiros e ações do BCB.

### **Infraestruturas do sistema de pagamentos**

Segundo o BCB ([202-d]), o sistema de pagamentos brasileiro (em sentido amplo) é composto por “infraestruturas do mercado financeiro (IMFs)” e por “arranjos de pagamen-

to”. Nesse sentido, a noção de infraestrutura já tem sido comumente empregada por reguladores para tratar dos procedimentos, regras e tecnologias operacionais responsáveis por serviços de compensação, liquidação, depósito centralizado e registro de transações financeiras (BCB, [202-c]). Orientadas por princípios pactuados internacionalmente,<sup>17</sup> as IMFs permitem que participantes do mercado financeiro e reguladores gerenciem “riscos de maneira mais eficiente e eficaz”, além de ampliar “transparência em determinados mercados” (BCB, [202-c]). São elas que possibilitam o funcionamento das operações cotidianas dos mercados financeiro e interbancário, viabilizando os canais de transmissão da política monetária e a estabilidade financeira. Já os arranjos de pagamento estabelecem as regras e procedimentos relativos à “prestação de determinados serviços de pagamento ao público”, incluindo cartões de crédito e, mais recentemente, o PIX.

Em seu sentido mais específico, um sistema de pagamentos (BCB, [202-c]) refere-se às infraestruturas destinadas à transferência de fundos entre participantes do sistema financeiro, geralmente em operações de grande valor. No Brasil, o sistema de pagamentos passou por uma mudança crucial em 2002. Projetado no bojo das reformas financeiras dos anos 1990, o novo sistema de pagamentos almejava reduzir o risco sistêmico a que o BCB ficava sujeito até então. A implantação do “sistema de transferência de reserva” (STR) possibilitou a liquidação das transações financeiras em tempo real, reduzindo drasticamente o risco sistêmico no mercado interbancário. Além disso, a nova sistemática estabeleceu que, além dos participantes das transações, entidades operadoras de sistemas de liquidação relevantes também passariam a assegurar as operações realizadas em seus sistemas. Uma vez que até então o BCB era o garantidor implícito das operações diárias, a reforma contribuiu para

<sup>17</sup> Reguladores alinham-se aos “*Principles for Financial Market Infrastructures*”, publicados conjuntamente pelo *Bank for International Settlements* (BIS) e pela *International Organization of Securities Commissions* (Iosco).

governança estatal, reduzindo sua exposição a riscos (Mouallem, 2023).

No tocante aos arranjos de pagamento, transformações recentes ampliaram a governança do BCB sobre serviços de pagamento ao público. Ao mesmo tempo, desde a Lei nº 12.865/2013, o BCB busca definir competências e repartir riscos e responsabilidades de pagamentos “no varejo”. Ao longo dos anos, o regulador refinou suas capacidades regulatórias, ampliando a concorrência no setor e reduzindo ineficiências. A última e mais radical mudança foi a criação de um sistema de pagamentos instantâneos, o PIX. Como argumentado em trabalho anterior (Schapiro; Mouallem; Dantas, 2023), a própria sistemática de implementação do PIX demanda algum alinhamento entre BCB e grandes instituições financeiras no país, uma vez que são elas que implementam o sistema operado pelo regulador. Contudo, autores apontam que a sobreposição entre papéis de regulador e instituidor de arranjos de pagamentos serviu para ampliar os poderes do BCB sobre atores de mercado (Pereira Neto; Pastores; Fernandes, 2023).

Transações de grande escala e no varejo acontecem por meio de procedimentos, regras e tecnologias operadas simultaneamente por atores estatais e financeiros. No Brasil, o banco central tem preservado sua capacidade de moldar os componentes dessa infraestrutura e ampliar seu poder infraestrutural sobre participantes, nessa dimensão. A noção de “via de mão dupla” ajuda, aqui, a compreender as contingências do exercício de poder financeiro no país.

### **Infraestruturas da regulação financeira**

A regulação financeira também passou por transformações substantivas ao longo dos anos 1990. Como ponto fundamental, como argumentado em trabalho anterior (Mouallem, 2023), mudanças regulatórias redesenharam substantivamente a relação entre Estado brasileiro e instituições financeiras. Ao incorporar

novas tecnologias, definir novos procedimentos e rotinas administrativas e ampliar mecanismos de *disclosure*, o BCB alterou a lógica da ação estatal, aproximando-a dos atores financeiros domésticos e internacionais. Nesse processo, a governança do BCB se entrelaçou ao próprio funcionamento das operações de mercado. Sendo assim, ao mesmo tempo que as mudanças ampliaram os instrumentos de atuação do BCB, limitaram seu espaço de decisão política (Mouallem, 2021).

Alguns exemplos iluminam a dinâmica. Como reação às disfuncionalidades de um sistema financeiro opaco e de uma regulação formalista (Febraban, 2007; World Bank, 1990), as reformas promovidas estabeleceram novos mecanismos para produção e compartilhamento de informações entre atores estatais e financeiros. Somando tecnologias de comunicação e novas regras regulatórias, a Central de Risco de Crédito (CRC), criada em 1997, foi um deles. Ao mesmo tempo que estabelecia o dever para instituições financeiras de prestarem informações ao BCB sobre clientes, ampliando a transparência das operações realizadas e seus riscos, a CRC forneceu uma ferramenta útil a atores financeiros, que podiam avaliar riscos e oportunidades em potenciais tomadores de empréstimos. A mesma infraestrutura de informações viabilizou, de um lado, maior governança sobre concentração de devedores em instituições financeiras, exposição ao risco e qualidade de portfólios e, de outro, aprimoramento dos modelos privados de análise de crédito, facilitando o ajuste de provisionamento, gestão de exposição ao risco e precificação de operações (Mouallem, 2023). Essa infraestrutura passou por ampliação ao longo dos anos, e hoje é denominada Sistema de Informações de Créditos (SCR), com as mesmas funções de sua origem (BCB, [202-b]).

No mesmo sentido, outra mudança relevante foi a definição de uma nova sistemática para provisionamento de crédito de liquidação duvidosa, em 1999, que passou a incorporar os modelos de análise de risco internos às institui-

ções financeiras à regulação prudencial. Desde que consistentes com as normas dos BCB, os modelos das instituições financeiras passaram a balizar a atuação estatal. Concretizando-se em uma parceria público-privada, a nova sistemática expandiu a capacidade privada de antecipar eventuais problemas, mas também ampliou a dependência do BCB de práticas internas às instituições financeiras (Mouallem, 2021). Medidas como essas contribuíram para um processo mais amplo de abertura de informações sobre as atividades do mercado e sobre a atuação do próprio BCB.

A construção de uma regulação mais alinhada às “boas práticas” internacionais e amigável aos mercados – portanto, menos idiossincrática – passava por ampliar a transparência do sistema financeiro brasileiro, o que se deu a partir de um “aprendizado supervisionado” (Mouallem, 2023). Acordos com o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, bem como a contínua avaliação internacional de políticas domésticas, foram centrais para a padronização de práticas, procedimentos e informações da regulação doméstica. Nesse sentido, a lógica de operacionalização da regulação financeira, desde então, passou a seguir o princípio difundido internacionalmente de transparência como mecanismos para “disciplina de mercado” (BIS, 1997). A gestão das informações, assim, adquiriu, no período, uma conotação compartilhada, público-privada, doméstico-internacional, que ampliou as formas de influência de atores financeiros sobre a regulação doméstica.

## CONCLUSÃO

A crise de 2008 foi um momento de virada para os estudos sociais dos bancos centrais. Além de revelar uma proximidade público-privada que permanecia encoberta pela retórica de uma governança técnica, aquele momento serviu para expandir o escopo de atuação de bancos centrais para muito além de seus ob-

jetivos clássicos. Contra esse pano de fundo, pesquisadores e pesquisadoras passaram, então, a explorar as múltiplas e complexas relações entre Estado e mercados financeiros. No caso brasileiro, esse é um debate emergente, que demanda maior engajamento.

O artigo apresentou estudos brasileiros em três principais vertentes, segundo o enfoque e as formas de poder discutidos. O argumento foi que dois tipos de vínculos público-privados, no campo das finanças, têm sido explorados de modo mais consciente e organizado. Quanto ao primeiro tipo, estudos verificam como uma dinâmica de mútua dependência de interesses e macroinstituições funciona a favor dos mercados financeiros, que adquirem ascendência sobre a ação estatal por sua própria posição na estrutura social capitalista. É o que se denomina poder estrutural das finanças. Contudo, autores reconhecem que esse poder não é absoluto, de modo que atores financeiros têm de recorrer a outras formas de influência, mais próximas do que se chama de poder instrumental. Quanto ao segundo tipo, estudos indicam que conexões público-privadas no plano das trajetórias educacionais e profissionais de indivíduos que ocupam posições do alto escalão do banco central também moldam a ação do Estado em favor das finanças. Nesse ponto, o poder das ideias é considerado uma questão central para explicar o entrelaçamento entre Estado e mercados.

Menos organizadas e desenvolvidas estão as reflexões brasileiras sobre os vínculos público-privados no nível operacional das políticas estatais. O artigo buscou, assim, contribuir para a compreensão dessa terceira vertente de estudos, no caso brasileiro. Partindo das discussões de uma literatura internacional sobre vínculos infraestruturais entre bancos centrais e mercados financeiros e de estudos anteriores sobre o caso brasileiro, além de descrições oficiais, buscou-se delinear os contornos de dimensões infraestruturais da operacionalização de políticas e regulações pelo BCB. Foram descritas três dimensões que consti-

tuem relações de poder infraestrutural entre as finanças e o BCB, apresentando seus componentes e mecanismos de influência.

Quanto às infraestruturas de política monetária, sugere-se que o regime de metas de inflação trouxe consigo não apenas regras de transparência que permitiriam maior *accountability* política, mas também mecanismos que ampliaram a influência das “expectativas de mercado” sobre a ação estatal. Quanto às infraestruturas do sistema de pagamento, indica-se que a operação público-privada de procedimentos, regras e tecnologias tem se aproximado mais da noção de “via de mão dupla” (Mann, 1984), visto que permitem maior controle estatal sobre gestão de riscos e responsabilidades, mas não viabilizam uma autonomia estatal abrangente visto que o sistema funciona, em ambos os segmentos, por meio de participantes privados. Já quanto às infraestruturas da regulação financeira, sugere-se que mecanismos de produção de informações e de gestão de riscos, além da ampliação de transparência, contribuíram para entrelaçar objetivos de política e interesses financeiros e ampliar as formas de controle privado e internacional sobre a regulação doméstica. Essas descrições sugerem que o poder infraestrutural das finanças lhes garante ascendência sobre a ação estatal no país.

O objetivo aqui foi sugerir uma agenda de pesquisa em aberto, voltada a compreender o poder financeiro sobre a ação estatal em toda a sua complexidade. A partir dessas questões, pesquisas podem explorar como tais infraestruturas operam em contextos específicos, como tem se alterado ao longo do tempo, quais suas consequências, bem como potenciais e limitações para mudanças futuras. A importância da agenda está, sobretudo, em avançar o debate sobre controle democrático de bancos centrais, explorando as dinâmicas de poder subjacentes aos imbricamentos entre Estados e mercados.

Dizendo de outro modo, uma vez que os vínculos público-privados assumem diferentes

formas técnicas, institucionais, e políticas, estudos poderão jogar luz aos distintos mecanismos de influência do poder financeiro sobre a ação estatal. Isso é crucial, sobretudo, para que se ilumine os contornos concretos do poder das finanças e não se tome como pressuposto da análise o que deveria ser objeto de investigação empírica, naturalizando-se relações que são contingentes e podem – e devem – mudar.

Recebido para publicação em 4 de março de 2024  
Aceito em 5 de julho de 2024

## REFERÊNCIAS

- ABOLAFIA, M. Central Banking And The Triumph Of Technical Rationality. In: KNORR CETINA, K.; PÉDA, A. (ed.). *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2012. p. 158-185.
- ADOLPH, C. *Bankers, bureaucrats, and Central Bank politics: the myth of neutrality*. Nova York: Cambridge University Press, 2013.
- AMABLE, B. Institutional complementarities in the dynamic comparative analysis of capitalism. *Journal of Institutional Economics*, Cambridge, v. 12, n. 1, p. 79-103, March 2016.
- BCB. *Expectativas de Mercado*. Brasília, D. F., [202-a]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/expectativasmmercado>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- BCB. *Sistema de Informações de Créditos (SCR)*. Brasília, D. F., [202-b]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/scr>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- BCB. *Infraestruturas do Mercado Financeiro*. Brasília, D. F., [202-c]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/infraestruturamercado>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- BCB. *Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB)*. Brasília, D. F., [202-d]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/spb>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- BERNARDS, N.; CAMPBELL-VERDUYN, M. Understanding technological change in global finance through infrastructures. *Review of International Political Economy*, [s. l.], v. 26, n. 5, p. 773-789, 2019.
- BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *The Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 11, n. 2, p. 97-116, Spring 1997.
- BIN, D. The Politics of Financialization in Brazil. *World Review of Political Economy*, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 106-126, Spring 2016.
- BIS. *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Basel: BIS, Sep. 1997.
- BLYTH, M. *Great transformations: the rise and decline of embedded liberalism*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.
- BLYTH, M. Structures Do Not Come with an Instruction Sheet: Interests, Ideas, and Progress in Political Science. *Perspectives on Politics*, Washington, DC, v. 1, n. 4, p. 695-706, Dec. 2003.
- BOWMAN, A. *et al.* Central Bank-Led Capitalism? *Seattle University Law Review*, Seattle, v. 36, n. 2, p. 455-487, Winter 2013.
- BRAUN, B.; GABOR, D. Central Banking, Shadow Banking, and Infrastructural Power. In: MADER, P.; MERTENS, D.; VAN DER ZWAN, N. (ed.). *The Routledge International Handbook of Financialization*. London: Routledge, 2020. p. 241-252.
- BRAUN, B. Central banking and the infrastructural power of finance: the case of ECB support for repo and securitization markets. *Socio-Economic Review*, [Oxford], v. 18, n. 2, p. 395-418, 2020.
- BRAZIL'S banks, profitable whatever the economic weather. *The Economist*, São Paulo, 2 Aug. 2018.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. *Macroeconomia da Estagnação*. São Paulo: Editora 34, 2007.
- CARRUTHERS, B. Financialization and the institutional foundations of the new capitalism. *Socio-Economic Review*, [Oxford], v. 13, n. 2, p. 379-398, April 2015.
- CARVALHO, F. J. Financial stability regulation in Brazil (1998-2008). *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 858-862, 2011. Special edition.
- CINTRA, M. A. M. Suave Fracasso: a política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, n. 73, p. 39-56, nov. 2005.
- CODATO, A. *et al.* Entre o público e o privado: trajetórias profissionais e conexões de mercado dos diretores e presidentes do Banco Central do Brasil. In: CONGRESSO LATINO-AMERICANO DE HISTÓRIA ECONÔMICA, 5., 2016, São Paulo. *Anais [...]*. São Paulo: CLADHE, 2016.
- COOMBS, N. Beyond cynicism and fatalism: Three lessons for a social studies of financial regulation. In: BORCH, C.; WOSNITZER, R. (ed.). *Routledge handbook to critical finance studies*. Abingdon: Routledge, 2018.
- COOMBS, N.; THIEMANN, M. Recentring central banks: Theorizing state-economy boundaries as central bank effects. *Economy and Society*, [s. l.], v. 51, n. 4, p. 535-558, 2022.
- COOMBS, N. Narrating imagined crises: How central bank storytelling exerts infrastructural power. *Economy and Society*, [s. l.], v. 51, n. 4, p. 679-702, 2022.
- CULPEPPER, P. D. Structural power and political science in the post-crisis era. *Business and Politics*, [Cambridge, UK.], v. 17, n. 3, p. 391-409, 2015.
- DAFE, F.; RETHHEL, L. Domestic Bank Reform and the Contingent Nature of the Structural Power of Finance in Emerging Markets. *Politics & Society*, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 571-598, 2022.
- DANTAS, E. G. *A autonomia do Banco Central do Brasil: uma proposta de mensuração a partir do perfil dos seus diretores (1985-2016)*. 2019. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2019.
- DANTAS, E. G. *Os dirigentes do Banco Central do Brasil: quem são, de onde vêm e para onde vão (uma análise dos governos FHC, Lula e Dilma)*. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciência Política) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.
- DIOUF, I.; PÉPIN, D. Gender and Central Banking. *Economic Modelling*, [s. l.], v. 61, p. 193-206, 2017.
- DÖNMEZ, P. E.; ZEMANDL, E. J. Crisis of Capitalism and (De-)Politicisation of Monetary Policymaking: Reflections from Hungary and Turkey. *New Political Economy*, [s. l.], v. 24, n. 1, p. 125-143, 2019.
- EPSTEIN G. Introduction: Financialization and the World Economy. In: EPSTEIN, G. (ed.). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2005. p. 3-16.

- FARVAQUE, E.; HAMMADOU, H.; STANEK, P. Select your committee: the impact of Central Bankers' background on inflation. *Economie Internationale*, Paris, n. 117, p. 99-129, 2009.
- FEBRABAN. *Febraban: 40 anos de participação*. São Paulo: Editora DBA, 2007.
- FERNANDEZ-ALBERTOS, J. The Politics of Central Bank Independence. *Annual Review of Political Science*, [Palo Alto], v. 18, p. 217-237, 2015.
- FLIGSTEIN, N.; BRUNDAGE, J. S.; SCHULTZ, M. Seeing Like the Fed: Culture, Cognition, and Framing in the Failure to Anticipate the Financial Crisis of 2008. *American Sociological Review*, [s. l.], v. 82, n. 5, p. 879-909, 2017.
- FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 17, p. 81-111, dez. 2001.
- GÖHLMANN, S.; VAUBEL, R. The educational and occupational background of central bankers and its effect on inflation: An empirical analysis. *European Economic Review*, [s. l.], v. 51, n. 4, p. 925-941, May 2007.
- HALL, S. *et al.* The Changing Spatial Arrangements of Global Finance: Financial, Social and Legal Infrastructures. *Environment and Planning A: economy and space*, [s. l.], v. 55, n. 4, p. 923-930, June 2023.
- HARVEY, D. *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press, 2005.
- HEESE, J. Does Industry Employment of Active Regulators Weaken Oversight? *Management Science*, Catonsville, MD, n. 68, n. 12, p. 9198-9218, Dec. 2022.
- HOCKETT, R. C.; OMAROVA, S. The Finance Franchis. *Cornell Law Review*, [Ithaca, NY], v. 102, p. 1143-1218, 2017.
- IANONI, M. Interesses financeiros e captura do Estado no Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 324-342, abr./jun. 2017.
- IMF. *Brazil: Financial System Stability Assessment*. Washington, DC: IMF, 2018. IMF Country Report No. 18/339.
- KALAITZAKE, M. Central banking and financial political power: An investigation into the European Central Bank. *Competition & Change*, [s. l.], v. 23, n. 3, p. 221-244, 2019.
- KASAHARA, Y. *Estado, empresariado financeiro e representação de interesses: uma análise das reformas dos mercados bancário e acionário brasileiros*. 2009. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.
- KARWOWSKI, E. Towards (de-) financialisation: the role of the state. *Cambridge Journal of Economics*, [Oxford], v. 43, n. 4, p. 1001-1027, July 2019.
- KNORR CETINA, K.; BRUEGGER, U. Global microstructures: The virtual societies of financial markets. *American Journal of Sociology*, Chicago, IL, v. 107, n. 4, p. 905-950, 2002.
- KONINGS, M. Governing the system: Risk, finance, and neoliberal reason. *European Journal of International Relations*, [s. l.], v. 22, n. 2, p. 268-288, Sept. 2015.
- KRIPPNER, G. R. *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2011.
- LAVINAS, L. *The takeover of social policy by financialization: the Brazilian paradox*. New York: Palgrave Macmillan, 2017.
- LIM, I.; HAGENDORFF, J.; ARMITAGE, S. Is the Fox Guarding the Henhouse? Bankers in the Federal Reserve, Bank Leverage and Risk-shifting. *Journal of Corporate Finance*, [s. l.], v. 58, p. 478-504, Oct. 2019.
- LOUREIRO, M. R. Gestão econômica e democracia: uma perspectiva comparada. In: LOUREIRO, M. R. *Os economistas no governo: gestão econômica e democracia*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1997. p. 119-173.
- MADARIAGA, A. *Neoliberal Resilience: Lessons in Democracy and Development from Latin America and Eastern Europe*. Princeton: Princeton University Press, 2020.
- MARQUES, M. da S. *Reformas financeiras liberalizantes em democracias emergentes de mercado: o caso do Brasil*. 2005. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- MARTINEZ-DIAZ, L. *Globalizing in Hard Times: The Politics of Banking-Sector Opening in the Emerging World*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2009.
- MARTINS, N. *et al.* Taxa de lucro dos bancos no Brasil: uma análise dos seus componentes e de sua evolução no período 2015-2020. *IE UFRJ Textos para Discussão*, Rio de Janeiro, ano 2021, n. 029, set. 2021.
- MANN, M. The Autonomous Power of the State: Its Origins, Mechanisms and Results. *European Journal of Sociology*, [Cambridge, UK], v. 25, n. 2, p. 185-213, 1984.
- MANN, M. *The Sources of Social Power: Vol. II: The Rise of Classes and Nation-States, 1760-1914*. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- MOUALLEM, P. S. B. *Direito e Política na Arquitetura de Mercados: o processo de reconstrução do mercado bancário brasileiro (1994-2002)*. 2021. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.
- MOUALLEM, P. S. B. *Estado brasileiro e bancos sob novas fundações institucionais: um balanço das reformas dos anos 1990*. *Revista Estudos Institucionais*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, p. 966-1001, set./dez. 2023.
- MUNIESA, F.; MILLO, Y.; CALLON, M. An introduction to market devices. *The Sociological Review*, [Oxford, OX], v. 52, n. 2, p. 1-12, 2007. Supplement.
- MUSTHAQ, F. Unconventional central banking and the politics of liquidity. *Review of International Political Economy*, [s. l.], v. 30, n. 1, p. 281-306, 2023.
- NOVELLI, J. M. N. *Instituições, política e ideias econômicas: o caso do Banco Central do Brasil (1965-1998)*. São Paulo: Annablume, 2002.
- OLIVIERI, C. Política, burocracia e redes sociais: as nomeações para o alto escalão do Banco Central do Brasil. *Revista de Sociologia e Política*, Curitiba, n. 29, p. 147-168, nov. 2007.
- PAGLIARI, S.; YOUNG, K. The Interest Ecology of Financial Regulation: Interest Group Plurality in the Design of Financial Regulatory Policies. *Socio-Economic Review*, [Oxford], v. 14, p. 309-337, April 2016.
- PARANÁ, E. A finança digitalizada: informatização a serviço da mundialização financeira. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 28, n. 1, p. 245-272, jan./abr. 2018.
- PAULANI, L. *Brasil delivery: servidão financeira e estado de emergência econômico*. São Paulo: Boitempo, 2008.
- PEREIRA NETO, C. M.; PASTORES, R.; FERNANDES, G. Design Institucional e governança de pagamentos instantâneos: o Pix em perspectiva comparada. In: CONTRI, C.; CARVALHO, V.; MATTIUZZO, M. (coord.). *Perspectivas e controvérsias da inovação regulatória no sistema financeiro de pagamentos*. São Paulo: Editora Singular, 2023. p. 211-238.
- PERISSINOTTO, R. M. *et al.* Redes sociais e recrutamento: o caso dos diretores e presidentes do Banco Central do Brasil (1994-2016). *Tempo Social*, São Paulo, v. 29, n. 3, p. 61-82, dez. 2017.

- PISTOR, K. A Legal Theory of Finance. *Journal of Comparative Economics*, [New York], v. 41, p. 315-330, 2013.
- POLANYI, K. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. 1ª edição [1944]. Boston: Beacon Press, 2001.
- ROSE, N.; MILLER, P. Political Power beyond the State: Problematics of Government. *The British Journal of Sociology*, London, v. 43, n. 2, p. 173-205, June 1992.
- SANTOS, R. P. *A formação do mercado financeiro: moeda, crédito e capital no Uruguai entre 1850 e 1900*. Working paper. [S. l., 202?]. No prelo.
- SCHAPIRO, M. G. A regulação executiva da moeda: a variedade institucional da regulação monetária brasileira na Nova República. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 279, n. 2, p. 141-183, maio/ago. 2020.
- SCHAPIRO, M. G. Prudential developmentalism. *Regulation & Governance*, [s. l.], v. 18, n. 2, p. 439-459, March 2021.
- SCHAPIRO, M. G. As bases jurídico-institucionais da autonomia operacional do Banco Central do Brasil. *Revista Direito e Práxis*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, 2024. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/revistaceaju/article/view/63379/44453>. Acesso em: 20 fev. 2024.
- SCHAPIRO, M. G.; MOUALLEM, P. S. B.; DANTAS, E. G. PIX: Explaining a State-Owned Fintech. *Brazilian Journal of Political Economy*, São Paulo, v. 43, n. 4, p. 874-92, Oct./Dec. 2023.
- SANTANA, C. H. V. *Trajetórias de reformas e mudanças institucionais na semiperiferia: abertura financeira e capacidades estatais no Brasil e Índia*. 2012. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.
- SEABROOKE, L.; TSINGOU, E. Revolving doors in international financial governance. *Global Networks*, [s. l.], v. 21, n. 2, p. 294-319, 2021.
- SOLA, L.; GARMAN, C.; MARQUES, M. Central Banking Reform and Overcoming the Moral Hazard Problem: the case of Brazil. *Brazilian Journal of Political Economy*, São Paulo, v. 21, n. 3, p. 407-432, July/Sept. 2001.
- STREECK, W. *Buying Time*. London: Verso Books, 2014.
- STRONG, C.; YAYI, C. L. The political affiliation of central bankers and government debt: Evidence from Africa. *International Review of Economics & Finance*, [s. l.], v. 85, p. 603-620, May 2023.
- TAYLOR, M. Institutional Development through Policy-Making: a Case Study of the Brazilian Central Bank. *World Politics*, Princeton, v. 61, n. 3, p. 487-515, July 2009.
- VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, [Oxford], v. 12, n. 1, p. 99-129, Jan. 2014.
- VEIGA DA ROCHA, J-P. Autonomia e accountability no sistema financeiro: notas para uma agenda de pesquisa jurídica. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, v. 33, p. 95-112, 2011.
- VOGEL, S. K. *Freer Markets, More Rules: Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1996.
- VOGEL, S. K. *Marketcraft: How governments make markets work*. New York: Oxford University Press, 2018.
- VOGL, J. *The Ascendancy of Finance*. Cambridge: Polity Press, 2015.
- WANSLEBEN, L. Formal institution building in financialized capitalism: the case of repo markets. *Theory and Society*, [New York], v. 49, n. 2, p. 187-213, March 2020.
- WALTER, T.; WANSLEBEN, L. How central bankers learned to love financialization: The Fed, the Bank, and the enlisting of unfettered markets in the conduct of monetary policy. *Socio-Economic Review*, [Oxford], v. 18, n. 3, p. 625-653, July 2020.
- WIRSCHING, E. The revolving door for political elites: policymakers' professional background and financial regulation. *EBDR Working Paper*, [s. l.], n. 22, 2018.
- WOLL, C. *The Power of Inaction: Bank Bailouts in Comparison*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2014.
- WOLL, C. State Action in Financial Times. In: KING, D.; LE GALÈS, P. (ed.), *Reconfiguring European States in Crisis*. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 201-214.
- WORLD BANK. *Brazil: Selected Issues of the Financial Sector*. [São Paulo]: World Bank, March 1990. Report n° 7725-BR.
- ZAYIM, A. Inside the black box: credibility and the situational power of central banks. *Socio-Economic Review*, [Oxford], v. 20, n. 2, p. 759-789, April 2022.
- ZEIDAN, R. Why is bank credit in Brazil the most expensive in the world? *Brazilian Review of Finance*, Rio de Janeiro, v. 18, n. 4, p. 1-22, Dec. 2020.

**CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA:** Conceitualização, Curadoria de dados, Investigação, Metodologia, Conceitualização, Escrita - esboço original, Escrita - revisão e edição.

**Pedro Salomon Bezerra Mouallem** – Pesquisador de pós-doutorado no Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (Cebap) e editor-chefe da *Revista Direito GV*. Doutor em Direito Econômico (2021) e mestre em Filosofia e Teoria Geral do Direito (2016) pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP), onde também se graduou (2013). Foi pesquisador visitante na University of Glasgow (2019-2020) e na Yale University (Linkage Program, 2013). Bolsista da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) (doutorado), do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) (mestrado), PET/Capes e Fapesp (iniciação científica). É pesquisador do Laboratório de Economia Política da Corporação (LEPoC), da UFRJ, e do Grupo de Regulação Econômica e Instituições Financeiras (Greif), da FGV Direito SP. *Publicação mais recente e relevante:* MOUALLEM, P. Estado brasileiro e bancos sob novas fundações institucionais: um balanço das reformas dos anos 1990. *Revista de Estudos Institucionais*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, p. 966-1001, set./dez. 2023.

**FINANCIAL POWER AND STATE ACTION:  
The Brazilian Central Bank and the Public-  
Private Entanglements of Interests, Ideas, and  
Infrastructures**

*Pedro Mouallem*

The article sheds light on how financial actors wield power over state actions in Brazil by mapping out the various public-private entanglements concentrated within the Brazilian Central Bank. The interest in such intersections and interdependencies has grown since the 2008 financial crisis, debunking traditional analyses that treated states and financial markets as separate domains. The research organizes the emerging literature on the subject, arguing that, in the Brazilian context, two types of connections have been more thoroughly explored: the complementarity between interests and macroinstitutions, and personal connections within the financial system. Aiming at contributing to these discussions, the article highlights a third type of public-private entanglement, so-called infrastructural, discussed internationally. Finally, the work categorizes three infrastructural dimensions of finance in Brazil, aiming to guide future research on the institutional, technical, and policy intricacies of infrastructural power.

**KEYWORDS:** Financial power. State action. Public-private relationships. Central bank. Brazilian financial system.

**PODER FINANCIER ET ACTION ETATIQUE: la  
Banque Centrale du Brésil et les entrelacements  
public-privé d'intérêts, d'idées et d'infrastructures**

*Pedro Mouallem*

Cet article éclaire la manière dont les acteurs financiers exercent leur pouvoir sur les actions de l'État au Brésil en cartographiant les divers enchevêtrements publics-privés au sein du secteur financier. L'intérêt pour de telles intersections et interdépendances a augmenté depuis la crise financière de 2008, démythifiant les analyses traditionnelles qui traitaient les États et les marchés financiers comme des domaines séparés. La recherche organise la littérature émergente sur le sujet, argumentant que, dans le contexte brésilien, deux types de connexions ont été plus profondément explorés: la complémentarité entre les intérêts et les macro-institutions, et les connexions personnelles au sein du système financier. Dans le but de contribuer à ces discussions, l'article met également en lumière un troisième type d'enchevêtrement public-privé, appelé infrastructural, discuté à l'échelle internationale. Enfin, le travail classe trois dimensions infrastructurales des finances au Brésil, dans le but d'orienter les futures recherches sur les subtilités institutionnelles, techniques et politiques du pouvoir infrastructural.

**MOTS-CLÉS:** Pouvoir financier. Action étatique. Relations public-privé. Banque centrale. Système financier brésilien.

