

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade de Ciências Econômicas
Programa de Pós-graduação em Economia

Diogo Oliveira Santos

INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS NO BRASIL:
teoria, raízes históricas e impactos sobre o financiamento do desenvolvimento

Belo Horizonte
2025

Diogo Oliveira Santos

**INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS NO BRASIL:
teoria, raízes históricas e impactos sobre o financiamento do
desenvolvimento**

Tese apresentada ao programa de Pós-graduação em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Britto

Coorientador: Prof. Dr. Anderson Tadeu Marques Cavalcante

Belo Horizonte
2025

Ficha catalográfica

S237i
2025

Santos, Diogo Oliveira.

Interações financeiro-produtivas no Brasil [manuscrito]: teoria, raízes históricas e impactos sobre o financiamento do desenvolvimento / Diogo Oliveira Santos. – 2025.

1v.: il.

Orientador: Gustavo de Britto Rocha.

Coorientador: Anderson Tadeu Marques Cavalcante.

Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.

Inclui bibliografia.

1. Pesquisa - Financiamento - Teses. 2. Pesquisa e desenvolvimento - Teses. 3. Economia – Teses. I. Britto, Gustavo II. Cavalcante, Anderson Tadeu Marques, 1979-. III. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. IV. Título.

CDD: 330.072

Elaborado por Fabiana Santos CRB-6/2530
Biblioteca da FACE/UFMG. – FS/009/2026



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

FOLHA DE APROVAÇÃO

INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS NO BRASIL: TEORIA, RAÍZES HISTÓRICAS E IMPACTOS SOBRE O FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO

DIOGO OLIVEIRA SANTOS

Tese de Doutorado defendida e aprovada, no dia 1º de dezembro de 2025, pela Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Minas Gerais constituída pelos seguintes professores:

Gustavo de Britto Rocha (Orientador) (CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Anderson Tadeu Marques Cavalcante (Coorientador) (CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Rogério Studart (Centro Brasileiro de Relações Internacionais/CEBRI)

Bruno Martarello De Conti (Instituto de Economia/UNICAMP)

Norberto Montani Martins (Instituto de Economia/UFRJ)

Marco Aurélio Crocco Afonso (CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Belo Horizonte, 1º de dezembro de 2025.



Documento assinado eletronicamente por **Anderson Tadeu Marques Cavalcante, Professor do Magistério Superior**, em 02/12/2025, às 11:40, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Norberto Montani Martins, Usuário Externo**, em 02/12/2025, às 11:46, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo de Britto Rocha, Professor(a)**, em 03/12/2025, às 09:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Bruno Martarello De Conti, Usuário Externo**, em 04/12/2025, às 19:50, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Rogério Studart, Usuário Externo**, em 11/12/2025, às 14:29, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marco Aurelio Crocco Afonso, Professor do Magistério Superior**, em 09/01/2026, às 11:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **4768320** e o código CRC **A2C835B2**.

Para meu pai, Sebastião, e minha mãe, Neuzi.

Agradecimentos

O esforço da pesquisa vai muito além do resultado final materializado nesta tese. Vai além porque a tese não conta toda a história — as idas e vindas, os percalços do processo. Vai além também porque exige uma reorganização da vida, colocando a pesquisa no centro. Por isso, tenho certeza de que, sem o apoio de muitas pessoas, dificilmente teria percorrido esse caminho. Meus agradecimentos, então, a todos que me ajudaram nessa jornada. Em primeiro lugar, à minha companheira de vida, Viviene Adriana Xavier, cujo amor e generosidade foram essenciais para que eu desse cada passo. Aos meus queridos pais, Sebastião e Neuzi — quanto mais o tempo passa, mais percebo o quanto sua dedicação abriu portas ao longo do meu caminho. À minha irmã, Daiane, com quem compartilho memórias e vivências desde a infância e que seguem sendo fundamentais até hoje. À minha filha, Cecília, que precisou aprender a difícil lição, em tantos momentos, que mesmo eu estando em casa, não poderia brincar com ela porque estava trabalhando na tese. Um agradecimento especial à Dete, Walmir, Tânia, Dona Dalva, Lú e a toda a família Xavier, que nos deram um pouco de si para fazer nossos dias caberem em 24 horas e, principalmente, pelo apoio à Vivi e à Cecília durante meu período em Leeds.

Agradeço de modo especial aos meus orientadores, professores Gustavo Britto e Anderson Cavalcante, pela paciência e dedicação, permitindo que eu explorasse minhas hipóteses com autonomia, mas sem abrir mão do rigor científico. Ao meu orientador no exterior, professor Gary Dymiski, pelas valiosas discussões, recomendações e revisões do meu trabalho. À professora Bianca Orsi, que foi fundamental para tornar minha estadia em Leeds a mais produtiva possível. A Nelson Le Cocq D'Oliveira (*in memoriam*) e a Tony Norfield, cujas conversas foram cruciais para o curso do investigação deste trabalho. Aos membros da banca de qualificação, professores Marco Aurélio Crocco, Rafael Ribeiro e Norberto Martins, cuja crítica foi essencial para a maior solidez do trabalho. Agradeço aos colegas que me auxiliaram de diversas formas, seja ouvindo minhas divagações sobre a tese, indicando artigos e fontes de dados, ou ajudando com desafios metodológicos e de programação, entre os quais estão Wesley Cantelmo, Juliana de Deus, Iván Weigand, Alexandre Stein,

professor Lucas Carvalho e Victor Medeiros. Ao professor Fabrício Missio, cujo apoio foi decisivo para que eu pudesse me dedicar integralmente à pesquisa. Agradeço também aos dedicados funcionários da Secretária de Pós-Graduação do CEDEPLAR, Maura de Lasales, Sebastião Guedes e Rafael Fernandes, os quais sempre atenderam tempestivamente às minhas solicitações e demandas administrativas. Por fim, aos camaradas de luta por um país desenvolvido e socialmente justo, com quem sempre encontrei um espaço fértil para refletir sobre os dilemas do Brasil, reflexões que tanto enriquecem meu próprio pensamento.

“A civilização industrial continuará a existir quando a experiência utópica de um mercado autorregulado já não for mais do que uma recordação do passado.” Karl Polanyi, *A grande transformação*.

Resumo

O tema deste trabalho é o financiamento do desenvolvimento no Brasil. A pergunta norteadora é por que o setor financeiro privado no Brasil apresenta historicamente um baixo engajamento no financiamento do desenvolvimento. O objetivo principal do trabalho é construir uma resposta a essa pergunta. A primeira etapa foi o desenvolvimento de uma abordagem teórica sobre a relação entre setor financeiro e não financeiro na economia capitalista, a partir da investigação da literatura neoclássica, keynesiana e marxista. A abordagem teórica desenvolvida avança, de modo original, ao apontar a natureza intrinsecamente conflituosa e desequilibrada entre setor financeiro e não financeiro no mercado de crédito. A segunda etapa foi a realização de uma investigação histórica a respeito das formas concretas assumidas pelas relações financeiro-produtivas em diferentes países e das condições subjacentes a elas. Essa investigação apontou o caráter seletivo e não espontâneo do engajamento do setor financeiro nos processos de desenvolvimento industrial, conclusão esta que também é uma das contribuições desta tese. A seguir foi realizado um exercício econométrico com a estimação de modelos de dados em painel para dois conjuntos de países, que apontaram na direção da existência da relação conflitiva entre setor financeiro e não financeiro e da relevância da coordenação nacional do sistema financeiro para a acumulação de capital. Em seguida, o caso brasileiro é primeiramente abordado em termos históricos analisando-se características do processo de industrialização e as transformações do sistema financeiro nacional na segunda metade do século XX. Concluiu-se, em uma contribuição original, que, de um lado, o caráter subordinado da industrialização brasileira no que se refere ao papel da empresa nacional privada e, de outro lado, o processo de oligopolização bancária geraram uma situação de elevada assimetria estrutural de poder entre setor financeiro e não financeiro, moldando de modo particular as relações financeiro-produtivas no país. A análise do caso brasileiro é aprofundada com uma investigação empírica sobre as características da relações financeiro-produtivas no país no século XXI. Utilizam-se bases de dados de demonstrações financeiras de empresas não financeiras e de bancos ainda pouco exploradas no Brasil. Realiza-se, primeiramente, uma comparação do Brasil com outros países, seguida de uma comparação setorial das relações financeiro-produtivas no Brasil. A razão entre lucro operacional e juros pagos é utilizada como medida empírica de síntese da relação financeiro-produtiva. Conclui-se, entre outras coisas, que o Brasil possui características proporcionalmente menos favoráveis para o setor não financeiro no mercado de crédito, que a política monetária afeta proporcionalmente mais a distribuição entre lucro e juros na Indústria de Transformação e que setores industriais de maior complexidade são proporcionalmente mais prejudicados pela transferência de recursos para o setor financeiro. Em seguida, outro exercício econométrico é realizado com dados de empresas industriais brasileiras não listadas em bolsa, tendo a razão lucro-juros como variável dependente. Os resultados apontaram a relevância de variáveis como a maturidade da dívida, a liquidez, a eficiência operacional e o gasto com investimento para determinar o movimento da razão lucro-juros. A conclusão geral do trabalho é que, diante das características históricas e atuais das relações financeiro-produtivas no Brasil, os mecanismos de mercado são insuficientes para gerar o sistema financeiro necessário para o financiamento do desenvolvimento e que a coordenação

pública do sistema de crédito é uma condição necessária para alcançar esse objetivo.

Palavras-chave: financiamento do desenvolvimento; crédito; razão lucro-juros; indústria de transformação; economia brasileira.

Abstract

The subject of this study is development financing in Brazil. The central research question is why Brazil's private financial sector has historically shown low engagement in development financing. The primary objective of this work is to construct an answer to this question. The first stage involved developing a theoretical framework on the relationship between the financial and non-financial sectors in a capitalist economy, based on an investigation of neoclassical, Keynesian, and Marxist literature. The proposed theoretical framework makes an original contribution by highlighting the inherently conflictual and unbalanced nature of the relationship between the financial and non-financial sectors in the credit market. The second stage involved a historical investigation into the concrete forms that financial-productive relations have taken in different countries and the underlying conditions that shape them. This investigation revealed the selective and non-spontaneous nature of the financial sector's engagement in industrial development processes—a finding that also constitutes one of this thesis's contributions. Subsequently, an econometric exercise was conducted using panel data models for two groups of countries, which provided evidence supporting the existence of a conflictual relationship between the financial and non-financial sectors, as well as the importance of national coordination of the financial system for capital accumulation. Next, the Brazilian case was first examined from a historical perspective, analyzing characteristics of the industrialization process and transformations in the national financial system during the second half of the 20th century. It was concluded, in an original contribution, that the subordinate nature of Brazil's industrialization—particularly regarding the role of domestic private firms—combined with the process of banking oligopolization, created a situation of high structural power asymmetry between the financial and non-financial sectors, shaping the country's financial-productive relations in a distinct manner. The analysis of the Brazilian case was deepened through an empirical investigation into the characteristics of financial-productive relations in the country during the 21st century. The study employs underutilized datasets on financial statements of non-financial firms and banks in Brazil. First, a cross-country comparison was conducted, followed by a sectoral comparison of financial-productive relations in Brazil. The ratio of operating profit to interest payments was used as a synthetic empirical measure of financial-productive relations. Among other findings, the results indicate that Brazil exhibits proportionally less favorable conditions for the non-financial sector in the credit market, that monetary policy disproportionately affects the distribution between profits and interest payments in the manufacturing sector, and that more complex industrial sectors are proportionally more harmed by resource transfers to the financial sector. Another econometric exercise was then performed using data on unlisted Brazilian industrial firms, with the profit-interest ratio as the dependent variable. The results highlighted the relevance of variables such as debt maturity, liquidity, operational efficiency, and investment expenditure in determining the trajectory of the profit-interest ratio. The general conclusion of this study is that, given the historical and current characteristics of financial-productive relations in Brazil, market mechanisms are insufficient to generate the financial system required for development financing. Public coordination of the credit system is a necessary condition to achieve this objective.

Keywords: development financing; credit; profit-interest ratio; manufacturing industry; Brazilian economy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquema da concepção marxista sobre a interação financeiro-produtiva no mercado de crédito	68
Figura 2 - Esquema das abordagens teóricas sobre a natureza das relações entre setor financeiro e não financeiro	73

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa anual de investimento no Brasil (%).....	43
Gráfico 2 - Margem de <i>spread</i> bancário	126
Gráfico 3 – Margem líquida de juros (“taxa de lucro” bancária).....	127
Gráfico 4 – Margem líquida de juros (Mediana anual de bancos comerciais universais).....	128
Gráfico 5 – Brasil: Correlação entre lucratividade (ROE) e margem líquida de juros – Média anual dos bancos comerciais universais.....	130
Gráfico 6 – Correlação entre a margem líquida de juros e o crédito para empresas não financeiras como proporção do PIB – Média para os países entre 2000 e 2022	131
Gráfico 7 - Concentração bancária: participação dos cinco maiores bancos no total do ativo do sistema bancário (2006 – 2020).....	132
Gráfico 8 – Crédito total para empresas não financeiras como proporção do PIB (2000-2022).....	134
Gráfico 9 – Correlação entre crédito bancário para empresas não financeiras e crescimento do PIB (média por país do período 2000-2022)	135
Gráfico 10 – Receita com juros e receita não relacionada com juros no total da receita operacional (média por país do período 2009-2019).....	137
Gráfico 11 – Razão entre receita líquida de juros e patrimônio líquido (Média para os bancos comerciais universais dos países entre 2007 e 2019)	138
Gráfico 12 – Componentes selecionados do ativo (Média para os bancos de cada país entre 2006 e 2018)	142

Gráfico 13 – Participação de trading securities no total do ativo (Média para os bancos de cada país entre 2006 e 2022)	144
Gráfico 14 – Componentes selecionados das fontes de funding (Média para os bancos de cada país entre 2006 e 2018)	145
Gráfico 15 – Parcela do wholesale funding no total do funding (Média para os bancos de cada país entre 2000 e 2022)	147
Gráfico 16 – Evolução da parcela de funding de longo prazo no total do funding (Média para os bancos de cada país entre 2000 e 2022)	148
Gráfico 17 – Evolução da parcela de funding de curto prazo no total do funding (Média para os bancos de cada país entre 2000 e 2022)	150
Gráfico 18 – Correlação entre a lucratividade dos bancos e a participação da Indústria de Transformação no PIB (%) (Média dos países entre 2000 e 2022)	152
Gráfico 19 – Empréstimos bancários como proporção do passivo (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%).....	154
Gráfico 20 – Razão entre juros pagos e gasto com capital (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%)	157
Gráfico 21 – Razão entre lucro operacional e juros pagos (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%)	159
Gráfico 22 – Razão entre lucro operacional e dividendos pagos (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%)	160
Gráfico 23 – Participação dos empréstimos bancários e do capital acionário no total do passivo (Brasil, média das empresas de capital aberto por setor no período 2010-2022) (%)	166
Gráfico 24 – Participação dos empréstimos bancários no total do passivo (média anual das empresas de capital aberto por setor) (%).....	168

Gráfico 25 – Razão entre lucro operacional e juros pagos e taxa Selic (Média anual das empresas brasileiras de capital aberto por setor)	168
Gráfico 26 – Razão entre lucro operacional e juros pagos e taxa Selic (Média anual das empresas brasileiras de capital aberto por setor)	170
Gráfico 27 – Quantidade de empresas brasileiras não listadas na amostra por setor e ano	172
Gráfico 28 – Evolução da taxa de lucro (retorno sobre o PL) por setor (média anual das empresas brasileiras não listadas, 2014-2020) (%).....	173
Gráfico 29 - Razão entre lucro operacional e despesas financeiras e taxa Selic (Média anual das empresas brasileiras não listadas por setor).....	174
Gráfico 30 – Participação das despesas financeiras no total da receita operacional (média do período 2014-2020 para as empresas não listadas por setor)	176
Gráfico 31 – Participação da dívida de longo prazo no passivo total (média do período 2014-2020 para as empresas não listadas por setor)	177
Gráfico 32 - Lucro operacional, despesas financeiras, tamanho das empresas e complexidade econômica por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras de capital fechado, média do período 2014 a 2019) (preços constantes, milhões R\$).....	180
Gráfico 33 - Razão lucro-juros e tamanho das empresas por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras não listadas, média do período 2014 a 2019)	181
Gráfico 34 – Razão lucro-juros e índice de complexidade econômica por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras não listadas, média do período 2014 a 2019)	183
Gráfico 35 – Taxa de lucro, despesa financeira, índice de complexidade econômica e tamanho das empresas por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras não listadas, média do período 2014 a 2019)	184

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Variáveis utilizadas, definições e fonte dos dados	95
Quadro 2 - Variáveis acrescentadas, definições e fonte dos dados	101
Quadro 3 - Composição do passivo total	164
Quadro 4 - Variáveis utilizadas e suas definições	186

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resultados das estimativas por GMM-System para 117 países, 2011-2016	98
Tabela 2 - Resultados das estimativas por GMM-System para 65 países majoritariamente de alta renda, 2000-2018.....	99
Tabela 3 - Resultados das estimativas por GMM-System para 79 países emergentes, 2011-2016	104
Tabela 4 - Quantidade de empresas por setor	165
Tabela 5 - Setor econômico por tamanho das empresas (milhões USD).....	172
Tabela 6 - Resultados das estimativas por GMM-System para 127 empresas brasileiras de capital fechado da indústria de transformação, 2015-2020.....	188

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BB	Banco do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BIS	Bank for International Settlements
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNH	Banco Nacional de Habitação
CDB	China Development Bank
CEF	Caixa Econômica Federal
CNAE	Classificação Nacional de Atividades Econômicas
CNC	Conselho Nacional do Crédito
DPMFi	Dívida Líquida Mobiliária Federal Interna
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
ECB	Banco Central Europeu
EUA	Estados Unidos da América
FED	Federal Reserve
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FISF	Finance Investment Saving Funding
FMI	Fundo Monetário Internacional
GDP	Gross Domestic Product
GMM	Método dos Momentos Generalizados
ICE	Índice de complexidade econômica
ICT	Information and Communications Technology
IDE	Investimento Direto Estrangeiro
II PND	Segundo Projeto Nacional de Desenvolvimento
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau ou Instituto de Crédito para Reconstrução
MBB	Market-based banking system
NFC	Non-financial corporations
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PIB	Produto Interno Bruto

ROE	Return on equity
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SNCR	Sistema nacional de crédito rural
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
VAR	Vetores autoregressivos

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	22
1 A APRECIÇÃO DO PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL NA LITERATURA	32
1.1 As análises do problema no pensamento econômico brasileiro: a tarefa não cumprida do nacional-desenvolvimento.....	32
1.2 A apreciação contemporânea do problema: dificuldades do financiamento via mercado de capitais	40
2 TEORIAS NEOCLÁSSICA, KEYNESIANA E MARXISTA SOBRE AS INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS	46
2.1 A abordagem neoclássica: impactos do desenvolvimento do sistema financeiro sobre o crescimento econômico.....	46
2.2 A abordagem keynesiana sobre o financiamento do crescimento: o circuito <i>Finance-Investimento-Poupança-Funding</i>	53
2.2.1 Descrição do circuito: <i>finance</i> -investimento	53
2.2.2 Descrição do circuito: <i>poupança-funding</i>	55
2.2.3 Limites da abordagem keynesiana sobre as interações financeiro-produtivas.....	58
2.3 A abordagem marxista da concorrência entre capital a juros e em função como determinante da configuração do mercado de crédito.....	63
2.3.1 Sistema de crédito e acumulação de capital.....	63
2.3.2 Origem dos juros e a determinação da taxa de juros	65
2.3.3 Expandindo o argumento de Marx sobre a determinação da concorrência entre empresas financeiras e não financeiras	69
2.4 Conclusões.....	71
3 INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS NA HISTÓRIA DE DESENVOLVIMENTO DOS PAÍSES	74
3.1 As condições econômicas da conglomeração bancária-industrial	74
3.2 A coordenação estatal da institucionalidade do mercado de crédito no pós 2ª Guerra	81
3.3 Conclusões.....	86

4 EXERCÍCIO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE PODER DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL.....	88
4.1 As mudanças na literatura empírica neoclássica sobre a relação entre setor financeiro e crescimento econômico	88
4.2 Relação entre poder das instituições financeiras sobre o mercado de crédito e acumulação de capital dos países	92
4.2.1 Base de dados, especificação dos modelos e método econométrico	92
4.2.2 Resultados	97
4.3 Papel das estruturas nacionais de financiamento para a acumulação de capital dos países subdesenvolvidos.....	101
4.3.1 Objetivo, base de dados e especificação do modelo.....	101
4.3.2 Resultados	103
4.4 Conclusões.....	105
5 INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS NA HISTÓRIA DO DESENVOLVIMENTO DO BRASIL.....	107
5.1 O caráter subordinado da industrialização brasileira como fator determinante para a forma assumida pelas relações financeiro-produtivas	108
5.2 Desdobramentos da industrialização subordinada sobre as interações financeiro-produtivas no Brasil.....	112
5.3 Ampliação da presença de empresas estrangeiras e do desequilíbrio de poder no mercado de crédito na atualidade	116
5.4 Conclusões.....	120
6 CARACTERIZAÇÃO DAS INTERAÇÕES ENTRE SETOR FINANCEIRO E NÃO FINANCEIRO NO BRASIL NAS ÚLTIMAS DÉCADAS: UMA COMPARAÇÃO INTERNACIONAL	122
6.1 Introdução.....	122
6.2 Lado financeiro: margem de <i>spread</i> bancário, oferta de crédito, concentração bancária e lucro dos bancos	123
6.3 O sistema bancário brasileiro é <i>market-based</i> ?.....	140

6.4 Lado produtivo: empréstimos bancários, investimento e a razão entre lucros e juros	151
6.5 Conclusão	161
7 CARACTERIZAÇÃO DAS INTERAÇÕES ENTRE SETOR FINANCEIRO E NÃO FINANCEIRO NO BRASIL NA ÚLTIMA DÉCADA: UMA ANÁLISE SETORIAL	163
7.1 Introdução.....	163
7.2 Empresas de capital aberto: fontes de financiamento, relação lucro-juros e impacto da política monetária.....	164
7.3 Empresas não listadas em bolsa: razão lucro-juros e dívida	171
7.4 Setores da Indústria de transformação: tamanho das empresas, complexidade econômica e razão lucro-juros	178
7.5 Estimação empírica dos determinantes da razão lucro/juros	185
7.6 Conclusão	189
CONCLUSÃO GERAL	192
REFERÊNCIAS	199
APÊNDICE A - LISTA DE PAÍSES QUE COMPÕEM A AMOSTRA 1	212
APÊNDICE B - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO DA EQUAÇÃO 1	213
APÊNDICE C - LISTA DE PAÍSES DA AMOSTRA 2	214
APÊNDICE D - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO DA EQUAÇÃO 2.....	215
APÊNDICE E - LISTA DOS BANCOS POR PAÍS	216
APÊNDICE F - LISTA DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS DO SETOR DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO	228
APÊNDICE G - DISPERSÃO E CORRELOGRAMA DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO	232

INTRODUÇÃO

Esta tese possui o objetivo principal de propor uma abordagem explicativa para o padrão de interação entre setor financeiro e setor produtivo historicamente existente na economia brasileira. Ao longo da história do Capitalismo no Brasil uma característica marcante foi se consolidando: um mercado de crédito privado pouco vinculado ao desenvolvimento econômico. Maria Conceição Tavares chamou a ausência de um “verdadeiro capitalismo financeiro endógeno” de “maior fracasso público e privado de nossa história financeira” (TAVARES, 1999, p. 475-6). Esta característica mantém-se essencialmente verdadeira na atualidade. Segundo dados do Bank for International Settlements (BIS), na última década, o volume de crédito para as empresas não financeiras como proporção do PIB esteve em torno de 50% no Brasil, uma das mais baixas entre países em desenvolvimento. Abaixo, por exemplo, de Índia (55%), Turquia (65%), Rússia (79%), Chile (105%) e China (150%). O Brasil se situa acima de África do Sul e México, ambos com valores abaixo de 40%. Também em termos de custo, o mercado de crédito é pouco favorável às empresas não financeiras, como os estudos sobre *spread* bancário no Brasil e seus determinantes demonstram (OREIRO et al., 2006; MANHIÇA e JORGE, 2012; CAVALCANTI et al., 2021). Além disso, como será mostrado nesse trabalho, quanto à margem líquida de juros dos bancos, a posição relativa do Brasil é notoriamente pior.

A baixa maturidade média das operações de crédito, particularmente dos bancos privados, por sua vez, reforça a pouca funcionalidade do mercado de crédito para o financiamento do investimento. Segundo os dados do Banco Central do Brasil, o montante das concessões de crédito com 5 anos ou mais de maturidade realizadas pelos bancos privados oscilou entre os baixos percentuais de 0,5% e 0,7% do Produto Interno Bruto (PIB) entre 2014 e 2022. Já os bancos públicos (exceto bancos de desenvolvimento), compensando parcialmente a baixa disposição para empréstimos de longo prazo dos bancos privados, concederam crédito com essa maturidade com montante representando de 1,1% a 2,0% do PIB, no mesmo período. Já as operações de curto prazo (até um ano) representaram entre 5,8% e 7,6% do PIB, no caso dos bancos privados, e entre 1,7% e 3,5%, entre os bancos públicos, confirmando o perfil

de baixa maturidade do mercado de crédito no Brasil, em especial entre os bancos privados.

Considerando essas características básicas, e historicamente persistentes, da economia brasileira como um problema crucial ainda a ser superado para enfrentar os desafios de desenvolvimento na atualidade, esta tese propõe uma abordagem explicativa para este padrão de interação entre setor financeiro e produtivo no país. A pergunta central que a abordagem proposta busca responder é: por que o setor financeiro privado no Brasil tem um baixo nível de engajamento no financiamento do desenvolvimento industrial? Para responder a essa pergunta, várias etapas foram percorridas.

A primeira etapa, que corresponde ao capítulo 1 da tese, foi verificar como a questão é tratada na literatura econômica brasileira. A revisão de literatura incluiu tanto os trabalhos que tratavam da problemática do financiamento do desenvolvimento no período do nacional-desenvolvimentismo quanto os trabalhos dedicados ao período pós-liberalização financeira, que pode ser rotulado de período neoliberal. Quanto ao período do nacional-desenvolvimentismo, a revisão permitiu concluir que o baixo engajamento do setor financeiro privado no financiamento da industrialização foi identificado como um gargalo-chave para a continuidade do processo de desenvolvimento do Brasil, mas não foi elaborada uma explicação para a causa do padrão de interação financeiro-produtiva vigente no país. Já a respeito das análises do período neoliberal, conclui-se que se concentram principalmente na discussão sobre as fontes de financiamento das empresas. O foco maior é a constatação de que o mercado de capitais, principal aposta do período para substituir o Estado como fonte principal de financiamento de longo prazo para o setor industrial brasileiro, não tem conseguido exercer o papel para ele idealizado. Mesmo nos anos recentes (2020-2021) em que a taxa básica de juros brasileira atingiu os menores valores já vistos, a relevância do mercado de capitais para o financiamento industrial não foi ampliada de modo relevante. A partir desta constatação, a literatura chega a sugestões de como tornar o mercado de capitais mais útil ao financiamento do desenvolvimento, mas, novamente, não se coloca a questão de quais são as razões principais que geram esse padrão da estrutura de financiamento privado do país.

Assim, a conclusão geral do primeiro capítulo é que a pergunta principal colocada por esta pesquisa ainda não foi diretamente formulada e enfrentada na literatura. Uma ressalva, como se verá, deve ser feita ao trabalho de Studart (1995) que, ao analisar o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), formula uma explicação para o fracasso do plano em prover a indústria nacional de fontes privadas de financiamento de longo prazo. Mas a conclusão a que esta pesquisa chega é que a explicação de Studart não pode ser considerada uma resposta à questão principal posta por essa pesquisa e a razão para isso está nas limitações da abordagem teórica que ele adota. Desse modo, a etapa seguinte da tese foi justamente encontrar uma abordagem teórica que fosse adequada ao problema central da pesquisa.

No capítulo 2 foi realizada uma investigação sobre a natureza da relação entre setor financeiro e não financeiro no tema do financiamento em três vertentes teóricas distintas. Sobre a vertente neoclássica, a primeira analisada, se concluiu que, por um lado, ela trouxe contribuições à literatura empírica ao demonstrar que o setor financeiro gera efeitos reais na economia, mas, por outro lado, não avançou na identificação das razões que levam um sistema financeiro a estabelecer determinada forma de interação com o setor produtivo, levando assim a diferentes resultados em termos de engajamento no financiamento do desenvolvimento. Na verdade, a abordagem da literatura neoclássica sobre a relação entre sistema financeiro e crescimento parece presa à reiterada busca de testar empiricamente os efeitos do setor financeiro sobre o lado real, uma vez que a teoria que lhes dá suporte parte da separação completa entre lado real e monetário. Conclui-se, portanto, que essa vertente pouco tem a dizer sobre os determinantes das formas de interação entre setor financeiro e produtivo.

A segunda vertente analisada é a keynesiana. Neste caso, o terreno é mais fértil, particularmente pela proposição feita por Keynes do circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding* (FISF), que permite a análise de quais são as funções do setor financeiro no financiamento e como estas interagem com a decisão de investimento. Essa é a abordagem teórica adotada por Studart para analisar os resultados do PAEG. Contudo, a conclusão a que se chegou nesta tese sobre o circuito FISF é que este permite uma descrição das interações financeiro-produtivas que são adequadas ao

processo de acumulação, mas não possui elementos para compreender por que o sistema financeiro exercerá ou não adequadamente as funções esperadas.

Por fim, foram analisados os trabalhos que propõem uma abordagem que denominamos de abordagem do conflito financeiro-produtivo para compreender a natureza das relações entre os dois setores no que diz respeito ao mercado de crédito e ao financiamento. A referência principal dessa vertente é o trabalho de Marx (O Capital, Livro 3). Concluiu-se que esta vertente ainda é incipiente em termos de desenvolvimento teórico e aplicação sobre casos concretos, em comparação com as duas outras, mas tem a vantagem de tocar diretamente no ponto de interesse principal desta pesquisa que é compreender a natureza da relação entre setor financeiro e produtivo, fornecendo, assim, ferramentas para enfrentar a questão principal aqui levantada sobre o caso brasileiro. Outra conclusão relevante alcançada a partir da análise dessa vertente é que não se pode estabelecer *a priori* qual forma as interações financeiro-produtivas irão assumir em cada caso concreto, o que estava pressuposto nas outras vertentes. Sem desconsiderar as contribuições das duas primeiras vertentes mencionadas, esta última passou a ser a referência principal para a análise que se seguiu.

A abordagem teórica proposta pode ser resumida na seguintes proposições: 1) existe uma relação estruturalmente conflitiva entre setor financeiro e não financeiro por conta da disputa pela distribuição do lucro operacional entre lucro apropriado pela empresa e juros apropriado pelo setor financeiro; 2) essa distribuição entre lucro e juros não é determinada endogenamente pelo funcionamento do sistema econômico, mas decorre do poder relativo entre setor financeiro e não financeiro de condicionarem o mercado de crédito; 3) o setor financeiro tem sua parcela (juros) no lucro operacional determinada exógena e antecipadamente e por isso detém uma posição assimetricamente vantajosa comparativamente ao setor não financeiro, que conhecerá seu lucro apenas ao final do processo comercialização; 4) essa relação conflitiva estrutural entre setor financeiro e não financeiro é a camada mais profunda da relação financeiro-produtiva, de modo que as demais camadas (circuito FISF keynesiano e os serviços financeiros enfatizados pela abordagem neoclássica) são condicionadas por ela e podem não se materializarem como suposto por essas duas abordagens; 5) a forma que as relações financeiro-produtivas assumirão não podem

ser antecipadas teoricamente, pois dependem de como se configura o conflito financeiro-produtivo em cada situação historicamente determinada.

De posse de uma abordagem teórica adequada ao problema de pesquisa, no capítulo 3 é realizada a próxima etapa do trabalho. Esta consistiu em investigar quais as formas de interação entre setor financeiro e produtivo, efetivamente existentes na história de desenvolvimento industrial dos países, foram captadas pela literatura e, principalmente, sob quais condicionantes estas formas ocorreram. O estudo da experiência de outros países foi um passo fundamental, pois permitiu criar um referencial para o caso brasileiro, podendo assim identificar suas especificidades. Os três trabalhos de referência para essa análise, dos quais uma série de outros se seguiu e também foram analisados, são os de Hilferding (1981), Gerschenkron (1962) e Zysman (2018). Duas conclusões fundamentais foram alcançadas a partir dessa análise. A primeira é que o grau de desenvolvimento industrial de um país condiciona o comportamento do setor financeiro privado em ser mais ou menos disposto a se envolver no financiamento do desenvolvimento. A segunda conclusão é que a redução da margem de decisão dos agentes financeiros privados sobre a alocação de crédito foi fator determinante na montagem das estruturas nacionais de financiamento no sentido das necessidades do setor industrial.

No capítulo 4 é apresentado um exercício empírico com o propósito de encontrar indicações a partir de dados contemporâneos que apontem na direção das sugestões da abordagem adotada. Primeiramente, para posicionar o exercício na literatura, é realizada uma apreciação das mudanças no âmbito da teoria econômica *mainstream* a respeito da relação entre setor financeiro e crescimento econômico. Busca-se demonstrar que mesmo nessa literatura a visão de inequívoca correlação linear positiva entre setor financeiro e crescimento foi abandonada na última década. Em seguida são realizadas estimações de dados em painel pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM) relacionando características financeiras e produtivas de um conjunto de países, separados em dois grupos pelo nível de renda. As correlações encontradas indicaram a existência de relação conflituosa entre setor financeiro e produtivo e a relevância da coordenação nacional do sistema financeiro para a acumulação de capital. Importante registrar que não se trata de usar os exercícios empíricos para validar ou provar a teoria, como suposto pela visão epistemológica

positivista. A função do exercício empírico é contribuir para adicionar possíveis indicações que sejam passíveis de serem captadas pelo conjunto de dados quantitativos em um dado recorte temporal e espacial, sujeito às hipóteses estatísticas subjacentes ao método escolhido.

O caso brasileiro é, então, retomado no capítulo 5, agora valendo-se de uma abordagem teórica e histórica para compreendê-lo. Sucintamente, a proposição principal feita neste capítulo é que a forma assumida pelas interações entre setor financeiro privado e setor industrial no Brasil tem suas raízes nas características do processo de industrialização do país, sobretudo a partir do Plano de Metas, fundamentalmente pela posição ocupada pelas empresas industriais privadas nacionais. A posição subordinada das empresas industriais nacionais no processo de industrialização gerou uma assimetria de poder estrutural entre os setores financeiro e produtivo particularmente acentuada no caso brasileiro, tornando o conflito, inerente entre os dois setores no mercado de crédito, ainda mais desfavorável ao setor produtivo. O resultado foi a consolidação de uma baixa capacidade do setor industrial nacional de atrair o setor financeiro privado para o financiamento do desenvolvimento e conseqüentemente uma baixa disposição dos agentes financeiros privados de realizar esse papel, dadas as fragilidades do setor industrial nacional e dado o maior poder desses agentes – ampliado por reformas realizadas pelos governos - em determinar as condições de oferta de crédito. Com essa etapa da análise está completa a construção de uma abordagem explicativa lógico-histórica original sobre a problemática do baixo envolvimento do setor financeiro privado no financiamento do desenvolvimento do Brasil, contendo uma sustentação teórica, uma comparação com outros casos de desenvolvimento industrial e alicerçada nas características fundamentais do processo de constituição da indústria e do sistema financeiro nacionais.

Desdobrando e complementando a análise realizada, os capítulos seguintes consistem em uma investigação da relação financeiro-produtiva no Brasil na atualidade. O objetivo é caracterizar como a natureza conflitiva e desfavorável ao setor industrial, demonstrada na tese, se apresenta no nível empírico da realidade econômica contemporânea.

O núcleo dessa investigação é uma análise da distribuição entre lucros operacionais e juros pagos pelas empresas. Essa variável, chamada de razão lucros-juros, é proposta como variável-resultado a condensar e refletir as dimensões fundamentais que moldam a relação entre setor financeiro e produtivo no mercado de crédito, conforme derivado da abordagem teórica adotada. A análise dessa variável permitirá atestar a singularidade do caso brasileiro, em comparação a outros países, e também as particularidades internas ao país, em especial as diferenças setoriais, com foco na Indústria de Transformação.

Primeiramente, no capítulo 6, a posição relativa do Brasil é estabelecida ao compará-lo a outros países em desenvolvimento e aos Estados Unidos da América (EUA), em variáveis como margem de *spread* bancário, oferta de crédito, lucros operacionais, juros pagos, entre outras. Além disso, este capítulo investiga, por meio da análise dos componentes do ativo e do passivo dos bancos, em que medida os dados do sistema bancário no Brasil sugerem a existência de um *market-based banking system* (MBB) no país, questão relevante para indicar se o poder relativo dos bancos no mercado de crédito diminuiu ou não nas últimas décadas. Para mitigar o viés possivelmente existente em determinadas bases de dados, sempre que possível, foram utilizados tanto dados agregados ao nível dos países (Banco Mundial e Bank for International Settlements (BIS)), como ao nível das firmas. Os dados ao nível das firmas foram extraídos das demonstrações contábeis anuais compiladas na Orbis Database (empresas não financeiras) e da Fitch Connect (bancos), as duas maiores bases internacionais de dados disponíveis em suas respectivas áreas, segundo nosso conhecimento. A investigação trouxe evidências importantes, tanto a respeito da posição relativamente mais desvantajosa no Brasil para o setor produtivo em relação ao financeiro em termos das principais variáveis consideradas, quanto à natureza híbrida das características do sistema bancário, não sendo possível afirmar categoricamente que o Brasil possui um formato MBB que tenha reduzido o poder dos bancos sobre o mercado de crédito. Em suma, o capítulo permitiu consolidar as evidências de que, em comparação internacional, o Brasil manifesta características particularmente desfavoráveis ao setor produtivo no mercado de crédito ainda na atualidade.

Estabelecida a comparação do Brasil com outros países, o capítulo 7 se concentra em detalhar o caso brasileiro em relação às variáveis selecionadas para analisar a relação conflitiva entre setor financeiro e não financeiro. O ponto de referência da análise é a razão lucro-juros da Indústria de Transformação, tanto das empresas listadas em bolsa de valores, quanto as não listadas. É realizada uma análise das especificidades setoriais dessa variável (razão lucro-juros), sua relação com a taxa de juros básica da economia brasileira, e também com duas variáveis utilizadas para expressar o grau de desenvolvimento dos setores industriais: tamanho médio das empresas e índice de complexidade econômica. As contribuições mais relevantes deste capítulo foram a) atestar a pertinência da razão lucro-juros como variável a expressar a relação de conflito entre setor financeiro e produtivo, teoricamente deduzida; b) indicar que a política monetária afeta proporcionalmente mais a razão lucro-juros da Indústria de Transformação; c) sugerir uma correlação positiva entre o tamanho médio das empresas de cada setor e a razão lucro-juros; d) mostrar que vários setores de média e alta complexidade econômica são transferidores líquidos de renda para o setor financeiro. Em conjunto, as indicações deste capítulo apontam na direção da abordagem teórica desenvolvida na primeira parte da tese e adiciona novos elementos sobre a natureza conflitiva e desfavorável ao setor industrial no mercado de crédito no Brasil atual.

A última seção do capítulo 7 contém a realização de uma estimação econométrica com o objetivo central de extrair indicações quanto aos principais fatores condicionantes da razão lucro-juros no Brasil. A partir de dados das demonstrações financeiras de empresas brasileiras da Indústria de Transformação não listadas na bolsa, no período de 2014 a 2020, e tendo a razão lucro-juros como variável dependente, foi estimado um modelo de dados em painel pelo método GMM. Os resultados permitiram encontrar indicações importantes a respeito de quais fatores e em que direção a razão lucro-juros é afetada, tais como a *proxy* para gasto com investimento, a liquidez e a eficiência operacional que apresentaram coeficientes significativos e positivos, e a maturidade das dívidas que apresentou coeficiente significativo e negativo.

A seção de Conclusão geral, além de recapitular as principais contribuições da pesquisa, argumenta que a articulação das dimensões teórica, histórica e empírica

desenvolvidas ao longo do trabalho indica ser improvável que os mecanismos de mercado sejam suficientes para se constituir um sistema de financiamento voltado ao desenvolvimento no Brasil e que, portanto, a coordenação pública do mercado de crédito é uma condição necessária para superar esse obstáculo, uma vez que essa necessidade decorre das características das relações entre setor financeiro e produtivo no país estrutural e historicamente construídas e ainda não superadas.

A Conclusão geral aponta também as principais limitações do trabalho e o que se visualiza como agenda de pesquisa e como consequências principais das conclusões para as políticas que visem o desenvolvimento da estrutura produtiva do país. Sobre as limitações do trabalho, que também são possíveis desdobramentos da pesquisa, destacam-se: a) a ausência de uma investigação específica sobre como o Estado reforça ou contradiz a posição do setor financeiro no interior da relação conflituosa entre este e o setor não financeiro, sobretudo a partir da operacionalização das políticas monetária e fiscal; e b) a ausência de um tratamento de como a problemática da financeirização incide sobre a relação conflituosa entre setor financeiro e não financeiro no sistema de crédito.

A primeira limitação é brevemente tangenciada neste trabalho quando se toca na relação entre as trajetórias da taxa Selic e da razão entre lucro e juros. A segunda limitação chegou a ter sua inclusão considerada ao longo do processo da pesquisa, mas optou-se por não a incluir por dois motivos. Primeiramente porque demandaria um esforço longo, não totalmente compatível com o tempo disponível, dada, entre outras coisas, a considerável dispersão em que a literatura sobre financeirização se encontra. E, em segundo lugar, porque entende-se que o problema enfrentado na tese precede as dimensões trazidas pela financeirização, tanto no sentido cronológico, quanto nos sentidos teórico e estrutural.

O sentido cronológico diz respeito ao fato de que as origens do tipo de relação entre setor financeiro e não financeiro no Brasil analisadas nessa tese remetem ao período da chamada “era de ouro” do capitalismo, anterior às transformações que foram posteriormente designadas como financeirização, mesmo no centro capitalista. O sentido teórico diz respeito a que a relação entre centro e periferia deve ser entendida como uma articulação de determinações internas e externas, de tal forma que se o fenômeno da financeirização – nascido e desenvolvido no centro do capitalismo - afeta

a periferia, esse efeito é condicionado pelas características internas dessa economia, e são essas características internas o foco dessa tese. E o sentido estrutural diz respeito às substanciais diferenças entre o setor industrial e o setor financeiro na periferia, por um lado, e no Brasil em particular, e, por outro lado, no centro, o que torna inescapável a necessidade de se considerar as características internas do Brasil, antes de se aplicar a abordagem (ou abordagens) da financeirização para o caso deste país. Um trabalho futuro poderia ter como guia a investigação de como as descobertas desta tese condicionam o que se pode entender por financeirização no Brasil.

1 A APRECIÇÃO DO PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO NO BRASIL NA LITERATURA

1.1 As análises do problema no pensamento econômico brasileiro: a tarefa não cumprida do nacional-desenvolvimento.

Maria da Conceição Tavares provavelmente é a autora clássica que mais pesquisou o tema da relação entre a estrutura financeira do Brasil e dinâmica do desenvolvimento industrial no país. A seguir, discute-se os elementos centrais que permitem delimitar claramente a posição da autora.

Segundo Tavares (1998, cap. 4), o capital bancário não cumpriu no Brasil a função de impulsionar a centralização e concentração industrial. O argumento da autora é que mesmo com o conjunto de reformas realizadas a partir do PAEG, os agentes financeiros e empresas industriais se valeram do sistema financeiro, em particular do mercado de capitais, para fins especulativos e para a valorização contábil do patrimônio. O financiamento da acumulação continuou concentrado no Estado, uma vez que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), o Banco do Brasil e o Banco Nacional de Habitação (BNH) ampliaram fortemente sua presença no crédito total da economia, o que é corroborado pelas análises recentes de Araújo (2021a, 2021b). Na mesma linha, Patrício e D'Oliveira (2021) acrescentam que as normas instituídas a partir do PAEG e a política de financiamento dos governos que se seguiram ampliaram a dependência da Indústria em relação ao financiamento externo, ao incentivarem a captação externa de empresas e bancos.

Para Tavares (1998), portanto, o Brasil, como os demais países que realizaram sua industrialização tardiamente, não presenciou a formação da articulação clássica entre capital bancário privado e capital industrial, denominado por Hilferding (1981) de capital financeiro. O moderno sistema financeiro brasileiro já nasceu marcado fortemente pelas estratégias patrimoniais e rentistas dos agentes financeiros e não financeiros. O financiamento de longo prazo no país sempre foi altamente dependente das instituições estatais. Seja na formação de poupança utilizada como *funding* de subsistemas de financiamento como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) no financiamento habitacional, ou seja como participante direto de estratégias de acumulação via BNDES e empresas estatais, a ação estatal foi crucial para

compensar a ausência do engajamento do subsistema financeiro privado (TAVARES, 1998, cap. 4).

Em outro trabalho, o núcleo do argumento de Tavares sobre este tema é que o Brasil não constituiu uma estrutura de financiamento congruente com as necessidades do desenvolvimento industrial nacional autônomo, derivando daí uma dependência em relação aos agentes financeiros estrangeiros, manifestada nos anos 1970, que passam a deter o controle sobre o ritmo da industrialização local. Isto é, o controle estrangeiro das condições de financiamento é um limitador e condicionador do desenvolvimento interno. Nas palavras da autora:

A combinação contraditória do projeto estatal de desenvolvimento com políticas macroeconômicas liberais que conduzem ao endividamento externo, foi fatal para a sua continuidade, colocando-o *sub judice*, periodicamente interrompido pelo *avatares* do capital financeiro internacional (TAVARES, 1999, p. 471).

Para Tavares a dependência do Brasil em relação ao endividamento externo ao longo da década de 1970 está relacionada à ausência de um “núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional”, resultado da inexistência de um “verdadeiro capitalismo financeiro endógeno” (TAVARES, 1999, 475). Esta característica fundamental da economia brasileira, chamada pela autora de “maior fracasso público e privado de nossa história financeira” (TAVARES, 1999, p. 476), está na raiz do comportamento dos bancos como “parasitas do Estado” e do Banco central como “jogador principal do cassino da ciranda financeira interna acoplada à ciranda financeira internacional” (TAVARES, 1999, p. 475).

Outra relevante consideração de Tavares neste artigo de 1999 é que o problema brasileiro não é de geração de poupança, mas da “falta de instituições públicas e privadas capazes de garantir endogenamente a intermediação financeira adequada ao *nosso próprio potencial* de poupança” (TAVARES, 1999, p. 476, grifo nosso). Mais do que uma refutação da teoria neoclássica da precedência da poupança em relação ao investimento, essa afirmação é a defesa de que o problema do financiamento está nas formas assumidas pela interação entre setor financeiro e setor produtivo (“intermediação financeira”), de modo que é preciso buscar conscientemente constituir as interações adequadas ao desenvolvimento. Ou seja, trata-se, como afirma a autora, de que “o poder público deveria pois ser capaz de impedir a esterilização de

nossa poupança interna (das famílias e dos trabalhadores) pelo “moinho satânico” da especulação patrimonial e financeira” (Tavares, 1999, p. 476).

O Segundo Projeto Nacional de Desenvolvimento (II PND), implementado no governo Geisel (1974-1979), para se concretizar, dado o vulto das tarefas que assumia no campo econômico e a pretensão de autonomia em diversos setores, expressava justamente, na interpretação de Tavares, essa necessidade de o país constituir um “capitalismo financeiro nacional” (TAVARES, 1999, p. 472), o que, a autora conclui, não existiu.

Ainda na década de 1980, Ignácio Rangel também abordou o tema do papel da constituição de interações financeiro-produtivas necessárias para completar a industrialização. Rangel argumentou que a formação do “aparelho de intermediação financeira” capaz de levar à frente a industrialização após o II PND era o passo fundamental que a economia brasileira precisava realizar (RANGEL, 1981). Para Rangel, a crise do endividamento externo demonstrava a necessidade de o Estado ampliar sua ação na estrutura de financiamento de modo a ser capaz de transferir recursos para os setores em que a taxa de investimento poderia ser ampliada, mas não havia o acesso ao crédito necessário. Para Rangel, o sistema econômico brasileiro estava indicando que o caminho para a superação da crise do início dos anos 1980 era a constituição do capital financeiro na forma particular de capitalismo de Estado (RANGEL, 1981).

Para Rangel, portanto, assim como para Tavares, o processo de desenvolvimento econômico brasileiro possuía na estrutura nacional de financiamento seu maior obstáculo. Em ambos os autores, o problema estava associado à incapacidade do setor financeiro privado de prover ao setor produtivo o crédito com as características adequadas à continuidade da industrialização. Em Tavares, o Estado deveria garantir que os fundos detidos pelos agentes financeiros se dirigissem ao setor produtivo, ou seja, deveria sobrepor os mecanismos de mercado que direcionavam a liquidez para a valorização financeira. Em Rangel, a absorção da função de intermediação financeira pelo Estado se manifestava como necessidade do desenvolvimento histórico do modo de produção capitalista no Brasil.

Coutinho e Belluzzo (1980) chegam à mesma conclusão de Rangel ao analisarem a industrialização na periferia do Capitalismo. Para Coutinho e Belluzzo, nestes países se “impõe uma forma superior de estatização pela necessidade de o Estado concentrar os recursos financeiros necessários” de modo que “o processo de industrialização periférico só poderia se completar através da organização de uma *forma de capitalismo monopolista de Estado*” (COUTINHO; BELLUZZO, 1980).

É nítida a atualidade para o Brasil da abordagem de Tavares, Rangel e Belluzzo e Coutinho em vistas do baixo envolvimento dos agentes financeiros privados no financiamento de longo prazo do setor produtivo. Entretanto, uma pergunta emerge da análise dos trabalhos destes autores: **por que** o setor financeiro privado no Brasil apresenta esse comportamento, isto é, aversão ao financiamento do desenvolvimento e propensão à especulação financeira? O trabalho de Rogério Studart (1995), ainda que em uma abordagem teórica distinta daquela dos autores anteriores, contribui para a investigação desta pergunta. Portanto, será analisado a seguir.

A questão central da pesquisa de Studart é como a reforma do sistema financeiro de 1964-65 afetou a funcionalidade do sistema financeiro nacional e qual a responsabilidade dessas reformas nas crises do final dos 1970 e da década de 1980. Ou seja, o foco da análise do autor para investigar as formas assumidas pelas interações financeiro-produtivas no Brasil, em sintonia com o paradigma keynesiano, está na política econômica e não na estrutura produtiva e na correspondente dinâmica do sistema econômico, como nos autores analisados anteriormente.

O referencial teórico do autor é o circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding* - (FISF), proposto por Keynes e desenvolvido por outros autores pós-keynesianos, inclusive o próprio Studart neste trabalho. Sumariamente, o argumento de Studart é que as reformas de 1964-66 tornou o sistema financeiro nacional mais especulativo do que o que havia anteriormente e falharam em constituir fontes de financiamento de longo prazo, isto é, *funding*, seja via agentes financeiros bancários ou via mercado de capitais.

A explicação de Studart para esta afirmação pode ser sinteticamente apresentada em dois pontos principais: 1) as reformas criaram um conjunto de ativos financeiros protegidos da inflação (correção monetária dos títulos públicos) e outros sem essa

proteção, incentivando assim os ganhos por meio da arbitragem entre esses títulos (STUDART, 1995, p. 103); 2) ampliaram o acesso de bancos e empresas não financeiras aos empréstimos estrangeiros, ampliando o controle dos bancos sobre a alocação desses recursos (STUDART, 1995, p. 91).

O segundo ponto acima permite acrescentar que a reforma de 1964-65 ao autorizar o acesso direto de empresas ao sistema financeiro internacional retirou do Estado a capacidade de direcionar esses recursos levantados internacionalmente, transferindo, como dito por Studart, esse poder de controle para os bancos privados. Desse modo, as empresas tomadoras de crédito viram ampliada a sujeição à política de empréstimos dos bancos. Isto é relevante, pois enfatiza como a privatização do controle do acesso ao mercado financeiro internacional foi prejudicial para a criação de interações financeiro-produtivas impulsionadoras do desenvolvimento. No caso da Coreia do Sul, por exemplo, que possuía acesso privilegiado ao sistema financeiro internacional em decorrência da política externa norte-americana para a região, o controle interno desses recursos era feito pelo Estado, que pôde direcioná-los às áreas prioritárias necessárias nas condições adequadas (CASTRO, 2009).

Studart argumenta que a fonte principal de *funding* das empresas privadas nacionais continuou sendo os lucros retidos. As empresas tomavam emprestado a prazos curtos nos bancos comerciais e, dada a proteção do mercado interno via câmbio desvalorizado, praticavam elevados *markups*, gerando um fluxo de receitas capaz de pagar as dívidas com os bancos. Entretanto, para esse mecanismo manter-se funcionando era preciso que a demanda agregada expandisse continuamente, explicação que já havia sido dada por Tavares.

Studart mostra que a reforma financeira realizada no governo Castello Branco buscava substituir a ação direta do governo via Banco do Brasil por incentivos para que os bancos privados se engajassem no financiamento do desenvolvimento. Inspirada no sistema financeiro norte-americano, estabeleceu a segmentação bancária, isto é, bancos especializados em financiamento de curto prazo e outros de longo prazo, os bancos de investimento. Entretanto, é importante destacar que essas medidas foram rapidamente revertidas pelos agentes financeiros privados. Em primeiro lugar, sob reivindicação dos bancos de investimentos, foi-lhes permitido operarem títulos de menor prazo. Em segundo lugar, os grandes bancos comerciais

em busca de operarem em todos os segmentos do mercado de crédito, realizaram a aquisição dos bancos de investimento. Essas respostas do setor financeiro privado levou a segmentação construída pela reforma a perder relevância prática (STUDART, 1999, p. 125).

O que Studart está implicitamente demonstrando é que os bancos privados fizeram a sua própria reforma financeira, aceitando e rejeitando a reforma feita pelo governo nos pontos que lhe interessavam. Por um lado, aceitaram o fim do teto para a taxa de juros. Por outro, não aceitaram o piso de prazo de maturidade dos empréstimos e o fim do ágio, que eram medidas destinadas a alongar os prazos e diminuir os juros implícitos dos empréstimos. O autor, então, conclui:

First, the financial system lacked private long-term financing, because of the 1964–5 reform’s failure to develop investment banks and capital markets oriented towards long-term finance. With the co-existence of indexed and non-indexed assets and the process of financial conglomeration, the financial system became inherently speculative (STUDART, 1995, p. 151).

A citação acima sintetiza a opinião do autor sobre a relação entre as reformas de 1964-65 e o financiamento do desenvolvimento. É pertinente agora avaliar os limites da abordagem de Studart. A pergunta que continua de pé é por que o comportamento dos bancos com todas as vantagens e proteções concedidas pela reforma foi no sentido da especulação e não do financiamento¹? Se a reforma ampliou o acesso dos bancos a fontes de recursos para emprestar por que eles optaram pela especulação financeira e não por se associar ao setor industrial? Se o mercado de capitais foi criado cercado de incentivos para fomentar a oferta de recursos em condições mais propícias ao financiamento do investimento por que os agentes utilizaram esse mecanismo prioritariamente para a valorização contábil do patrimônio e especulação?

Analisar, como faz Studart, se o PAEG conseguiu ou não construir as instituições de *funding* contribui para afirmar a persistência desta lacuna na estrutura nacional de financiamento, mas não permite captar a razão do comportamento do setor financeiro privado em relação ao financiamento do setor industrial. Como será visto no Capítulo

¹ Ou, nas palavras de Lessa (1998, p. 22): “A patente preferência dos grandes grupos financeiros por posições cartoriais de repasse de fundos públicos oriundos de poupanças compulsórias e de recursos captados no exterior, seu interesse por operações de mera intermediação financeira (preferencialmente de curto prazo), seu apetite por esferas de especulação e sua relutância em “bancar” grandes projetos industriais de longo período de maturação.”

2, o instrumental do circuito FISF não contém elementos para se analisar a natureza da relação entre as duas frações do capital. O que ele permite é a averiguação do cumprimento ou não das funções teoricamente definidas para o setor financeiro no circuito do capital e a análise das consequências negativas em caso de não cumprimento. Entretanto, os resultados da política econômica são condicionados pela estrutura econômica e, conseqüentemente, de poder, sobre a qual ela é aplicada. Portanto, a análise da dinâmica estrutural da economia é imprescindível para se julgar os efeitos de determinada política e esta análise está fora do alcance do instrumental do circuito FISF. É compreensível, portanto, que, limitado ao circuito FISF como instrumental teórico, não seria possível a Studart responder às perguntas colocadas anteriormente. Assim, a pergunta de por que o Brasil não constituiu interações entre setor financeiro privado e setor industrial impulsionadoras do desenvolvimento continua aberta.

No último parágrafo do livro, Studart (1995, p. 178) sugere que outros arranjos distintos do sistema financeiro baseado no mercado de capitais, como os criados na Alemanha, no Japão e na Coreia do Sul para o financiamento a longo prazo, teriam mais a ensinar aos países menos desenvolvidos. Entretanto, o autor não extrai as consequências dessa afirmação, o que levaria necessariamente a concluir que a suposição do circuito FISF sobre papel do mercado de capitais é algo particular da experiência inglesa e norte-americana, e não uma teoria geral do *funding*.

Patrício e D'Oliveira (2021) sugerem uma razão para o fracasso da tentativa de tornar o mercado de capitais uma fonte relevante de financiamento a longo prazo no Brasil, mesmo com a aprovação da Lei 4.728 de 1965, conhecida como a lei do mercado de capitais, a criação da correção monetária e da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN) com a lei 4.357 de 1964 com o objetivo de preservar o valor da riqueza financeira no tempo. Segundo estes autores, a presença das grandes empresas estrangeiras com poder de mobilizar recursos no sistema financeiro internacional “tornou supérflua e inviável a implementação de fato de vigoroso mercado de capitais” (PATRÍCIO e D'OLIVEIRA, 2021, p. 260). Essa proposição é relevante, pois sugere um caminho de investigação sobre os obstáculos à formação de interações financeiro-produtivas impulsionadoras da acumulação no Brasil ligado às características estruturais da economia brasileira.

Por fim, vale registrar que, segundo Macarini (2007), a necessidade de constituição de conglomerados financeiro-industriais como mecanismo de fortalecimento das empresas nacionais foi identificado como um desafio relevante e chegou a se constituir em projeto de governo². Macarini argumenta, a partir da pesquisa de declarações de autoridades do governo brasileiro, empresários industriais e banqueiros, que durante os governos Costa e Silva (1967-1969) e Médici (1969-1974) foi realizada uma tentativa de impelir os grandes bancos comerciais nacionais privados a se associarem às empresas industriais nacionais privadas, inspirada nos *keyretsu* japoneses, o que afastava esses governos da busca pelo modelo anglo-saxão utilizado como referência na elaboração do PAEG.

Macarini reporta que um membro da equipe do ministro Delfim Netto ressaltava em 1972 o contraste entre a debilidade das empresas industriais nacionais e a força dos grandes bancos nacionais. Segundo este funcionário, deveria ser permitido aos bancos se associarem às empresas industriais dando a elas capacidade de competição com as estatais e estrangeiras³. Os bancos comerciais nacionais privados eram apontados como o agente articulador dos possíveis conglomerados. Entretanto, não houve interesse por parte dos capitalistas do setor bancário em engajar-se nesse projeto. A posição de rejeição dos banqueiros ao projeto de conglomeração financeiro-industrial era baseada na ideia de que os bancos não podiam correr o risco de estarem presos ao desempenho incerto de uma empresa em específico.

As deficiências da estrutura nacional de financiamento aparecem, portanto, como um problema central do processo de industrialização do Brasil. Foram tomadas medidas nos anos 1960 e 1970 que visavam atacar o problema, mas fracassaram. Os governos de então chegaram até mesmo a sugerir que o Brasil deveria tentar copiar o tipo japonês de interação entre bancos e indústrias (sem, contudo, sugerirem o mesmo nível de intervenção estatal sobre o sistema financeiro daquele existente no Japão à época). As razões, contudo, do tipo de interação financeiro-produtiva existente no Brasil continuaram sem uma explicação teórica e historicamente estruturada. Nas

² Tavares (1983, p. 253) também cita essa intenção do governo brasileiro.

³ Zysman mostra que no caso francês também havia forte presença de empresas estrangeiras de grande porte no país e que a institucionalidade que impeliu o setor financeiro a financiar as empresas nacionais francesas foi decisiva para aumentar o porte destas empresas (ZYSMAN, 2018, p. 100).

décadas mais recentes, a discussão acerca dos problemas do financiamento privado de longo prazo na economia brasileira tem se concentrado principalmente no papel do mercado de capitais. Esse será o tema discutido na seção seguinte.

1.2 A apreciação contemporânea do problema: dificuldades do financiamento via mercado de capitais

O período entre 2004 e 2007 foi, até aquele momento, o de maior volume de emissão primária de títulos privados na história do mercado de capitais brasileiro, segundo Sant'Anna (2009). É, portanto, um período de maior interesse para análise. Em 2007 o valor total das emissões primárias foi de R\$ 131,3 bilhões. O crescimento em 2007 foi 10% maior que em 2006. Foram 46 emissões primárias de ações em 2007, totalizando R\$ 23,9 bilhões, contra 6 em 2000. Os setores que mais emitiram ações foram, em ordem decrescente do acumulado entre 2004 e 2007, Construção Civil e Exploração de Imóveis (28,1%), Energia Elétrica (13,2%), Alimentos (11,6%) e Instituições Financeiras (11,4%). A demanda por esses títulos veio em larga medida a partir dos investidores estrangeiros diante da maior liquidez no mercado financeiro mundial. Apesar dessa expansão significativa do mercado de capitais nesse período, as suas características fundamentais, descritas a seguir, não se alteraram e se mantêm até os anos mais recentes.

Em primeiro lugar, é baixo o número de empresas que se financiam no mercado de capitais. Em 2015, segundo Wolf *et al.* (2018), o número de empresas com ações negociadas na bolsa brasileira era 359. Além disso, há uma elevada concentração das operações nas grandes empresas. O setor financeiro e de *commodities* são os dois principais responsáveis pelo giro da bolsa na última década. Em 2014, a participação das ações das principais empresas destes setores no total das compras e vendas foram: Petrobras, 16%; Vale, 8%; Itaú/Unibanco, 6%; Bradesco 4%; e Banco do Brasil, 3%. Reforçando essa concentração, cerca de metade dos negócios realizados são a partir das 10 maiores empresas listadas (WOLF *et al.*, 2018).

A alta concentração do mercado de ações torna os principais índices da bolsa de valores um reflexo do movimento do preço das ações de poucas empresas, que são mais negociadas. O resultado é que o crescimento do índice Bovespa no ciclo de crescimento do mercado de ações entre 2004 e 2007 esteve estreitamente ligado à

fase de alta dos preços das *commodities*. Após o fim dessa fase de alta das *commodities* a partir de 2011, o Ibovespa igualmente acompanhou a queda dos preços dessas mercadorias (WOLF *et al.*, 2018). Ou seja, ainda que tenha se sofisticado em termos regulatórios, a bolsa de valores reflete a inserção internacional do Brasil como exportador de bens primários.

Em segundo lugar, há uma elevada participação de investidores estrangeiros. Ainda segundo Wolf *et al.* (2018), a participação dos investidores no mercado de ações em 2015 era a seguinte: 52,8% estrangeiros, 27,2% institucionais, 13,7% pessoas físicas, 5,1% instituições financeiras e 1,2% empresas. Essa alta presença dos investidores estrangeiros amplia a volatilidade dos preços das ações, pois esses investidores se orientam pelo ambiente internacional e não local. Os autores mostram a significativa correlação entre o Ibovespa e a entrada de capitais estrangeiros no mercado de ações entre 2004 e 2008. Outra consequência relevante da alta volatilidade das ações das empresas na bolsa brasileira é, segundo esses autores, que afasta possíveis investidores com perfil de investimentos de longo prazo e atrai os especuladores. Contudo, essa afirmação, deve ser vista criticamente, uma vez que a especulação é uma atividade inerente ao funcionamento das bolsas de valores.

Em terceiro lugar, o mercado de títulos de dívidas privadas possui uma participação pouco expressiva no financiamento das empresas. Conforme mostra Torres Filho (2018), o crédito doméstico corporativo de longo prazo por ordem de valor era o seguinte: empréstimos diretos do BNDES (maiores prazos e valores); empréstimos indiretos do BNDES via repasse a outros bancos (menores prazos, 5 anos em média); debêntures comuns; e debêntures de infraestrutura.

Torres Filho também mostra que a emissão de debêntures teve forte crescimento entre 2004 e 2016, passando de 2,2% do PIB para 12,7%. Porém, cerca de dois terços dessas emissões foram na verdade operações contábeis no interior dos conglomerados financeiros entre as empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), encarregadas de emitir os títulos, e o banco cabeça do conglomerado financeiro, com o objetivo de obter vantagens regulatórias e tributárias em relação a outros títulos ofertados pelo banco. O título emitido era comprado pelo banco e em seguida os recursos eram devolvidos pela empresa de *leasing* ao banco comprador. Com isso, o banco passava a dispor de um título a ser ofertado com menor tributação de renda e

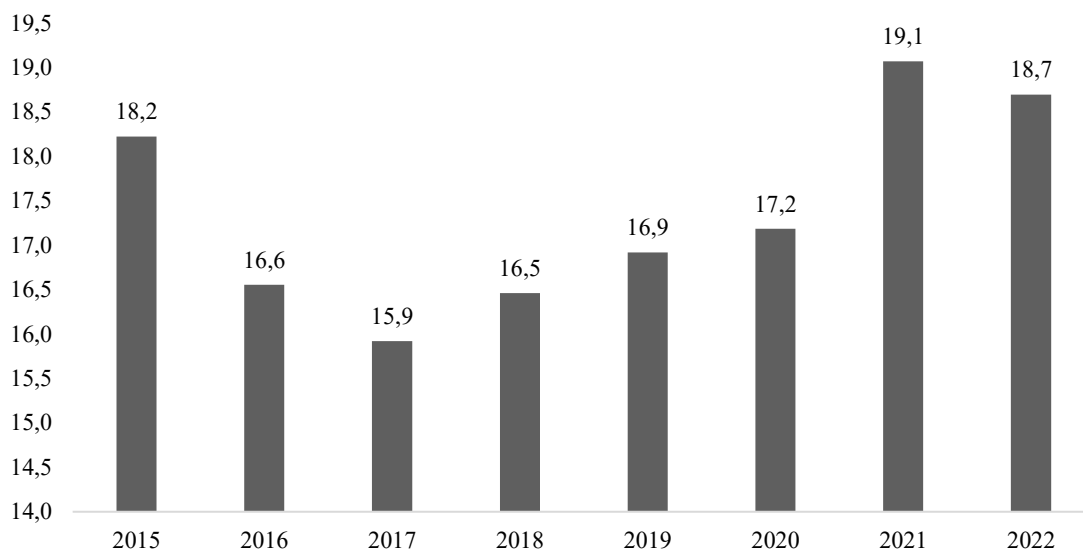
não sujeito a recolhimento compulsório. Do total dos títulos de dívida bancária, entre 2010 e 2017, em média, essas debêntures representavam 23%, participação somente menor que a dos CDBs (43%) (TORRES FILHO, 2018).

Ainda a respeito do mercado de títulos privados, Rocca (2018) mostra que as debêntures à época tinham prazos médios bem menores do que o desejado para o financiamento de longo prazo, pois cerca de 80% tem prazo de até 5 anos. Mesmo com essa maturidade relativamente baixa para este tipo de instrumento financeiro, as debêntures representam apenas 6% da carteira dos investidores institucionais. Ainda segundo Rocca, os títulos de dívida pública e as compromissadas representam 50% e 22% da carteira desses investidores, respectivamente.

Sant'Anna (2009) constrói um modelo econométrico com dados de empresas de capital aberto no Brasil entre 2004 e 2007 para avaliar os determinantes das emissões de ações e debêntures. Em síntese, os resultados indicam que a motivação principal das empresas para realizarem esse tipo de captação de recursos foram os gastos com fusões e aquisições - ou seja, o mercado de capitais foi acionado como fonte de recursos para a realização da centralização de capital - e o grau de alavancagem (dívida total sobre patrimônio líquido). Os gastos com capital fixo não apresentaram coeficiente significativo.

Mais recentemente, entre 2017 e 2021, o mercado de capitais no Brasil passou pela maior expansão de sua história. Em 2021, total de emissões de títulos no mercado de capitais foi 486% maior que em 2016, saindo de 125,6 bilhões para 610,3 bilhões de reais. Essa expansão poderia indicar à primeira vista que o mercado de capitais teria enfim se tornado fonte relevante do financiamento do investimento no país, em particular da Indústria de Transformação. Contudo, não é isso o que ocorreu.

O primeiro fato a se considerar é que nesta fase a taxa de investimento (FBCF sobre PIB) da economia brasileira esteve no patamar mais baixo desde o início dos anos 2000. Após o pico de 21,1% do PIB em 2013, a taxa de investimento atingiu o piso de 15,9% em 2017, justamente o primeiro ano da forte expansão do mercado de capitais. A taxa de investimento passou então a crescer, mas sem recuperar o patamar de 20% do PIB (Gráfico 1). Essa trajetória contrasta com a forte expansão do mercado de capitais nessa fase.

Gráfico 1 – Taxa anual de investimento no Brasil (%)

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Para este período, Torres Filho e Macahyba (2022) e Barboza, *et al* (2025) mostram que ocorreu uma ampliação do prazo médio das debêntures incentivadas (compradores e intermediadores financeiros beneficiados com a redução de tributos) (de 7,3 para 12,7 anos, entre 2016 e 2022). Contudo, o conjunto total das debêntures teve aumento consideravelmente menor de prazo médio (de 4,8 para 6,3 anos, no mesmo período). Além disso, os autores mostram que a forte expansão da captação via mercado de capitais no Brasil entre 2017 e 2021 manteve as características de concentração em poucas e grandes empresas, e com recursos captados via debêntures majoritariamente destinados a capital de giro e refinanciamento de passivo, com ínfima participação de investimento em imobilizado.

Essa fase de expansão também releva outra característica importante do mercado de capitais que é a necessidade de apoio estatal para seu desenvolvimento. Como destacam Torres Filho e Macahyba (2022), o seguimento que mais se expandiu foram os que possui fortes incentivos fiscais, como isenção de imposto de renda. Vinculado a essa característica está o fato de os setores que se beneficiam do apoio estatal não incluem a Indústria de Transformação.

Além disso, como Torres Filho e Macahyba (2022) e também Aidar e Montani (2023) ressaltam, a emissão dos títulos de dívidas emitidos pelas empresas são em grande medida coordenados e comprados pelos grandes bancos comerciais que também são

os principais credores das dívidas que as empresas pretendem trocar por outras de prazos e taxas de juros mais favoráveis por meio da emissão de debentures. Ou seja, a dinâmica do mercado de capitais é quase de um crédito bancário indireto em que os bancos conseguem vantagens regulatórias e fiscais e exercem controle sobre preço, alocação e distribuição dos títulos de dívidas corporativas. Desse modo, as características do sistema financeiro nacional derivadas do comportamento dos bancos em termos de seletividade em relação a quem ofertar e em que condições se estendem ao mercado de capitais.

As indicações a que se chega a partir da avaliação dessa expansão recente do mercado de capitais é que esta fase não trouxe novidades relevantes em termos da estrutura de financiamento do investimento, sobretudo da Indústria de Transformação. Mesmo com taxa de juros em patamares baixos, não houve expansão relevante de financiamento do investimento e nem a entrada expressiva da Indústria de Transformação no mercado. Além disso, a redução do papel do BNDES e o crescimento do financiamento privado - além de o segundo não ter compensado o primeiro - não pode ser vista como uma substituição simétrica, uma vez que a ação do BNDES não é somente quantitativa, mas também qualitativa no sentido de ofertar recursos para os setores e empresas que não encontram espaço no mercado de capitais, com foco no aumento da taxa investimento da economia e assumindo riscos não assumidos pelos credores do mercado de capitais (BARBOZA, *et al*, 2025). Ou seja, o BNDES não é substituído em termos do montante de fundos ofertados e muito menos na sua função de indução estratégica do desenvolvimento.

Em resumo, o mercado de capitais no Brasil é marcado por uma concentração em poucas e grandes empresas; alta volatilidade e dependência do desempenho das grandes empresas exportadoras, sobretudo dos setores de *commodities*, e financeiro; e baixo envolvimento dos grandes concentradores da poupança privada nacional, os investidores institucionais, no financiamento de longo prazo das empresas.

Entre as condições apresentadas em vários trabalhos para que o mercado de capitais passe a ser uma fonte relevante de financiamento da acumulação de capital no país, destaca-se a redução substancial da taxa básica de juros da economia. Essa mudança alteraria a relação entre rendimento e risco dos títulos privados e ações em comparação com os títulos públicos, a favor dos primeiros. Espera-se com isso que

os agentes detentores da poupança privada nacional se direcionem ao mercado de ações e títulos privados em busca de maiores rendimentos. Porém, como realizar a redução da taxa de juros não é um tema abordado na mesma profundidade. Além disso, a experiência dos anos 2020 e 2021, com taxa Selic em níveis historicamente baixos, não alteraram a configuração geral do financiamento via mercado de capitais.

Tanto em Rocca (2018) como em Wolf *et al.* (2018), as recomendações de políticas, para além da redução da taxa de juros e mudança do perfil dos títulos públicos, se concentram em aprimoramentos regulatórios do mercado de capitais. Porém, à luz da experiência histórica do Brasil apresentada anteriormente, pode-se afirmar que é pertinente uma investigação da relação entre as características do mercado de capitais no Brasil e características estruturais da economia brasileira, o que será feito ao longo deste trabalho.

Em conclusão, o que se percebe na literatura contemporânea sobre o tema do financiamento é que está muito bem documentado a baixa participação dos bancos e do mercado de capitais no crédito de longo prazo. Entretanto, as razões para o fracasso brasileiro em constituir interações financeiro-produtivas impulsionadoras do desenvolvimento está ausente. Não há um questionamento da reiterada escolha do país pelo modelo de sistema financeiro baseado no mercado, a despeito da excepcionalidade histórica deste caminho, tema que será abordado no Capítulo 3. Também não há um questionamento do poder dos grandes agentes financeiros privados sobre a configuração do mercado de crédito e sobre a política monetária. E não há uma discussão sobre possíveis caminhos para o Estado coordenar diretamente a alocação de crédito privado. Para enfrentar essas questões, começa-se pelo capítulo seguinte analisando-se teoricamente o tema das interações financeiro-produtivas.

2 TEORIAS NEOCLÁSSICA, KEYNESIANA E MARXISTA SOBRE AS INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS

Este capítulo aborda o tema das interações financeiro-produtivas em sua dimensão teórica. O percurso do capítulo é o seguinte. Primeiramente discute-se como a teoria econômica neoclássica lida com este tema (subseção 2.1). Em seguida, discute-se a elaboração de Keynes e autores pós-keynesianos sobre a relação entre dimensão produtiva e financeira da acumulação a partir do circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding* (subseção 2.2). A relevância e os limites dessa abordagem são também discutidos. Na subseção 2.3, como desdobramento da conclusão sobre os limites das abordagens anteriores, é discutida a teoria de Marx e autores marxistas sobre a natureza da relação entre capital portador de juros e capital em função.

2.1 A abordagem neoclássica: impactos do desenvolvimento do sistema financeiro sobre o crescimento econômico

Entre os trabalhos clássicos a respeito da relação entre setor financeiro e crescimento econômico no programa neoclássico, destacam-se Gurley e Shaw (1955 e 1967). O primeiro trabalho se ocupa em delinear como o lado financeiro afeta o crescimento do setor real, apoiado na noção de “fundos emprestáveis” e do sistema financeiro como intermediário entre unidades superavitárias e unidades deficitárias. No segundo trabalho, os autores tratam da observação de que o crescimento do setor financeiro acompanha o crescimento do PIB e da renda *per capita* dos países ao longo do tempo. Sumariamente, a hipótese dos autores é que com o crescimento do produto há aumento da divisão do trabalho, em particular da divisão entre o ato da poupança e o ato do investimento. Essa especialização gera a necessidade de agentes especializados que se encarreguem de organizar o maior fluxo de riqueza financeira entre diferentes setores e agentes. Implicitamente, está a crítica ao que ficou conhecido como repressão financeira.

Já o eixo da pesquisa atual sobre a relação entre sistema financeiro e crescimento econômico no interior do programa neoclássico está organizado basicamente em torno dos trabalhos de Ross Levine e coautores. Dois artigos são especialmente influentes, King e Levine (1993) e Levine (1997). No primeiro, os autores realizam uma investigação empírica com dados de 80 países com métodos econométricos para

estabelecerem o argumento fundamental desta linha de pesquisa de que há uma relação de causalidade entre “desenvolvimento financeiro” e crescimento econômico, no sentido do primeiro para o segundo. Contudo, é com o segundo artigo (LEVINE, 1997) que se tem pela primeira vez uma proposta de sistematização teórica e revisão da literatura empírica sobre a relação entre sistema financeiro e crescimento econômico no campo neoclássico.

Esta linha de pesquisa parte do relaxamento da hipótese de mercados perfeitos e informação completa como postulado pela teoria neoclássica. Levine (1997) destaca precisamente que na abordagem teórica neoclássica *stricto sensu* não há espaço para que o sistema financeiro exerça qualquer função:

In a Kenneth Arrow (1964)-Gerard Debreu (1959) state-contingent claim framework with no information or transaction costs, there is no need for a financial system that expends resources researching projects, scrutinizing managers, or designing arrangements to ease risk management and facilitate transactions. Thus, any theory of the role of the financial system in economic growth (implicitly or explicitly) adds specific frictions to the Arrow-Debreu model. (LEVINE, 1997)

Somente adicionando hipóteses de imperfeições de mercado emerge o papel para o setor financeiro no interior do paradigma neoclássico. Isso também é afirmado por Rousseau (2003) que acrescenta que a ausência de função para o sistema financeiro na teoria neoclássica padrão de crescimento gera como desdobramento um problema estatístico e conceitual que como estabelecer empiricamente a relação de causalidade entre sistema financeiro e crescimento. Talvez seja por isso a notória dedicação e grande preocupação dos autores vinculados a essa agenda de pesquisa aos métodos utilizados para aferir empiricamente aquela relação de causalidade. Mesmo admitindo um papel para o sistema financeiro nos limites do paradigma neoclássico, os trabalhos direcionam-se amplamente para a verificação empírica da existência deste papel real para o sistema financeiro. É como se fosse preciso permanentemente provar a validade das hipóteses de imperfeições de mercado.

Deste modo, a abordagem neoclássica está essencialmente dedicada a demonstrar como o sistema financeiro ao ofertar “serviços reais” (LEVINE, 2005) possibilita alterar os parâmetros “reais” que levam ao crescimento econômico. Uma vez que a hipótese de neutralidade da moeda é mantida, o ponto principal para a teoria neoclássica é explicar como questões financeiras afetam variáveis reais e conseqüentemente o

crescimento econômico. Ou seja, como Levine afirma, “these models lift the veil that sometimes rises between the so-called real and financial sectors” (LEVINE, 2005).

O argumento teórico parte do conceito de falhas de mercado, especificamente de custos de transação e custos de obter informações. Essas falhas geram a necessidade de contratos e mercados financeiros para mitigá-las e os arranjos encontrados por sua vez alteram incentivos dos agentes econômicos em termos de decisões de poupança afetando conseqüentemente as decisões de investimento e o crescimento econômico (LEVINE, 2005). Note que a pressuposição neoclássica de precedência da poupança em relação ao investimento também é mantida. Essa mesma visão aparece nos trabalhos mais recentes no campo neoclássico como em Guru e Yadav (2019) que sustentam que as instituições financeiras são úteis ao reduzirem os custos de obter informações e assim facilitam a realização de contratos e transações.

Levine (1997) analisa a influência exercida pelo sistema financeiro sobre dois parâmetros fundamentais para a determinação do crescimento econômico na teoria neoclássica, a taxa de poupança e a taxa de inovação tecnológica. É mantida intacta a teoria neoclássica do crescimento que envolve a variação da taxa de poupança como pré-condição para alteração dos níveis de crescimento do produto no longo prazo, como em Lucas (1988): “Low time preference and low risk aversion induce a high savings rate, and high savings is, in turn, associated with relatively high output levels on a balanced path” (LUCAS, 1988).

Segundo Levine (1997 e 2005), os sistemas financeiros cumprem as cinco seguintes funções⁴: 1) produção de informações sobre investimentos e alocação capital, 2) monitoramento de investimentos e exercício de governança corporativa, 3) diversificação e gestão de riscos, 4) mobilização da poupança e 5) facilitação das trocas. É a oferta destas funções que impacta a acumulação de capital por meio da

⁴ Esse conjunto de funções são muito semelhantes às funções sistematizadas por Merton (1995), com a diferença principal que Merton inclui a função “payment system”.

alteração nas decisões de poupança e impacta a inovação tecnológica ao permitir que projetos de inovação encontrem o financiamento necessário⁵.

Esta abordagem, portanto, consiste em transferir para o sistema financeiro a função de tornar o mercado o mais próximo do conceito de “perfeito”. Pressupõe-se que, ainda que haja falhas de mercado que impeçam a alocação direta de recursos entre poupadores e projetos de investimento, o sistema financeiro conseguiria cumprir a função de realizar esta alocação da maneira mais apropriada para o setor real. Ou seja, nesta abordagem dominante no campo neoclássico, parte-se da visão *a priori* de que o sistema financeiro cumprirá da maneira mais eficiente possível a função de financiamento do crescimento econômico.

A possibilidade de que o sistema financeiro persiga objetivos próprios e que não coincidam com as necessidades de financiamento da economia não é considerada. A questão ausente na abordagem neoclássica é que a alocação mais eficiente de recursos pelo critério dos agentes privados em busca da maximização de suas rendas pode não ser a alocação mais eficiente em termos dos desafios do desenvolvimento econômico do país. Talvez onde isso seja mais claro é a suposição de que os agentes financeiros privados são propensos ao financiamento da inovação tecnológica, pois esta suposição está em desacordo com as evidências da grande dependência das atividades de inovação em relação ao financiamento público (MAZZUCATO e SEMIENIUK, 2017).

Outra característica marcante da abordagem neoclássica sobre a relação entre sistema financeiro e crescimento, a rigor uma pedra angular do paradigma neoclássico, é a ausência de contradições na realidade econômica, isto é, que uma mesma variável pode ter efeitos distintos e mesmo opostos sobre outras. Por exemplo, na abordagem de Levine (1997) o mercado de capitais cumpre, entre outras funções, a de conceder liquidez aos ativos financeiros, isto é, permitir que os agentes possam transformar títulos financeiros em meios de pagamento. Dessa forma, o mercado de capitais permite que poupadores aloquem mais recursos em projetos de investimento, uma vez que estariam mais dispostos a assim proceder por conta da redução do risco

5 “Besides identifying the best production technologies, financial intermediaries may also boost the rate of technological innovation by identifying those entrepreneurs with the best chances of successfully initiating new goods and production processes” (Levine, 2005).

de liquidez. Mesmo que Levine (1997) advirta que o aumento da liquidez dos ativos financeiros possa gerar também redução e não aumento da poupança, não se considera, que a liquidez proporcionada pelo mercado de capitais favorece também, entre outros efeitos, a especulação financeira ou o deslocamento de lucros gerados na esfera da produção para compra e recompra de ações das empresas emissoras de modo a manter seus valores de mercado elevados, porém diminuindo assim a quantidade de fundos internos disponíveis para elevar o investimento produtivo (DAVIS, 2017).

Ainda no interior da abordagem neoclássica, porém mais distante da suposição de eficiência do sistema financeiro, está o trabalho de Stulz (2001) que compõe uma coletânea de artigos organizada por Demirgüç-Kunt e Levine. Stulz desloca a análise da noção de “desenvolvimento financeiro” para a de “estrutura financeira”. Além de realizar este deslocamento, o autor não pressupõe que o sistema financeiro gere naturalmente a melhor alocação de recursos. O autor afirma que “even though a country has savings, its growth can be stunted because its financial system fails to direct these savings where they can be invested most efficiently” (STULZ, 2001, p. 143).

Stulz define estrutura financeira como “institutions, financial technology, and rules of the game that specify how financial activity is organized at a point in time” (STULZ, 2001, p. 146). Essa é uma definição diferente da proposta por Levine (1997) para quem a estrutura financeira é definida como “the mix of financial contracts, markets, and institutions”. A diferença crucial e que torna a definição de Stulz mais abrangente e com maiores possibilidades analíticas é a inclusão das *regras que organizam a atividade financeira*. Isso permite que diferentes regras gerem resultados diferentes e que, portanto, seja preciso compreender como determinado arranjo das atividades financeiras contribuem ou não para o impulsionamento do investimento produtivo. À esta definição de Stulz (2001) poderia se incluir, por motivos que ficarão claros no decorrer desta tese, que as regras do jogo organizam a atividade financeira e *produzem determinados padrões de interação entre setor financeiro e não financeiro*.

Stulz (2001, p. 155) prossegue argumentando que a competição entre os intermediários financeiros não pode ser tão intensa ao ponto de o tomador de crédito torne-se poderoso suficientemente ao ponto de impedir que o emprestador extraia

renda (juros) do sucesso do investimento produtivo, pois, assim, os intermediários financeiros não financiarão os projetos. Os bancos somente se envolverão com o financiamento da acumulação se isto for economicamente benéfico, isto é, se aumentar os lucros, diante dos maiores riscos. E, segundo o autor, quanto maior o poder de mercado das instituições financeiras, maior seu poder de “extrair renda”, ou seja, cobrar juros mais altos.

Os agentes financeiros, continua Stulz (2001), não se envolverão no financiamento das empresas somente para estreitar o relacionamento com seus clientes. O relacionamento mais próximo é um meio e não um fim. O objetivo de financiar é obter mais juros. Por outro lado, a competição entre os intermediários financeiros não pode ser tão baixa a ponto de poderem extrair uma elevada parcela dos lucros futuros no empreendimento financiado, por meio de juros altos, que desestimule os empresários a investirem produtivamente.

Dois pontos importantes devem ser registrados a respeito desta abordagem de Stulz. O primeiro é que ele coloca a análise no terreno da competição entre agentes financeiros e entre estes e os agentes não financeiros, tomadores de empréstimos. Isso é semelhante à abordagem realizada por Marx, como se verá mais adiante neste capítulo. O segundo ponto é que o montante de renda extraída pelo setor financeiro, isto é, os juros, aparece em sua análise como resultante das características da concorrência no mercado de crédito entre o setor financeiro e não financeiro; e não como uma taxa derivada de variáveis “reais” como produtividade marginal do capital, conforme propõe a teoria neoclássica. Este afastamento da noção de taxa natural de juros também aproxima este autor das abordagens keynesiana e marxista, como se verá a seguir.

Um último ponto deve ser tocado para concluir esta seção. A proposição de funções claramente delimitadas para o sistema financeiro é certamente o ponto de maior dedicação teórica da abordagem neoclássica sobre o tema. Os autores também buscam explicitar qual função consideram a mais geral ou fundamental. Levine (1997), na trilha das funções propostas por Merton (1995), afirma que a “função primária” do sistema financeiro é facilitar a alocação de recursos no tempo e no espaço em um ambiente de incerteza. Já Rajan e Zingales (1996), outro influente trabalho neste campo de pesquisa, defendem que o “papel fundamental” do sistema financeiro é

garantir a realocação de recursos dos agentes superavitários para os agentes com possibilidades de investimento maiores que seus recursos.

É comum também que estes autores recorram à autoridade de Schumpeter para reafirmar a validade de seu programa de pesquisa. Em trabalhos como Levine (1993), se remete aos apontamentos feitos por Schumpeter (2017) a respeito das funções exercidas pelas empresas e mercados financeiros. Porém, essa reivindicação do pensamento de Schumpeter é seletiva. Schumpeter (2017, cap. 3, p. 183-6) afirma que a “função fundamental” dos bancos é a criação de meios de pagamento sem correspondência com a existência prévia de mercadorias. Mais que isso, este autor acrescenta que “there can be no doubt that these circulating media come into being in the process of granting credit and are created especially [...] for the purpose of granting credit” (Schumpeter, 2017 [1934], cap. 3, p. 183).

Deixando sua concepção ainda mais clara, Schumpeter enfatiza que o empresário primeiramente se constitui como devedor do banco para depois se tornar seu credor quando efetua depósitos. Ou seja, não é o depósito que permite a operação crédito, mas, ao contrário, é o crédito que gera o depósito. E conclui que “the credit structure projects not only beyond the existing gold basis, but also beyond the existing commodity basis” (Schumpeter, 2017, cap. 3, p. 186). Isto é, o dinheiro não é somente um lubrificador das trocas, pois o crédito expande os meios de pagamento para além das mercadorias produzidas, quebrando a correspondência unitária entre volume de mercadorias e volume de dinheiro em circulação.

Esta argumentação central em Schumpeter sobre papel do sistema financeiro no capitalismo está integralmente ausente da abordagem neoclássica do tema. A inclusão desta função na lista de funções do sistema financeiro apontadas pelos autores neoclássicos necessariamente abalaria pelo menos duas hipóteses cruciais deste programa de pesquisa. A primeira é que, ao criar moeda, os bancos deixariam de ser somente intermediários entre poupadores e empresas investidoras e, portanto, sua função deixaria de ser somente de minorar falhas de mercado que impedem essas duas classes de agentes de se conectarem diretamente. A segunda hipótese incidiria diretamente sobre o canal de transmissão do sistema financeiro para o crescimento via alterações nas decisões de poupança. Se a poupança não é condição prévia para

o fornecimento de crédito, ela também não o é para a realização dos investimentos e, portanto, não o é para o crescimento.

A função fundamental do sistema financeiro em Schumpeter está, portanto, claramente mais próxima da concepção de Keynes sobre o papel dos bancos na economia. É a essa abordagem que este capítulo se dirige a seguir.

2.2 A abordagem keynesiana sobre o financiamento do crescimento: o circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*

O circuito FISF proposto por Keynes é um ponto de partida teórico adequado, pois ele tem o mérito de integrar a dimensão financeira e produtiva do processo de acumulação. Ao estabelecer as funções das instituições financeiras necessárias para que o investimento das empresas não financeiras se viabilize, o circuito FISF fornece uma proposta de decomposição dos tipos de interações financeiras-produtivas existentes entre as empresas financeiras e não financeiras. Portanto, a análise de cada um dos componentes do circuito abre um caminho teórico para se investigar as especificidades dessas interações no caso brasileiro.

2.2.1 Descrição do circuito: *finance*-investimento

Conforme Keynes (1937), o *finance* é o adiantamento dos recursos necessários durante o interregno entre o planejamento do investimento e sua concretização. Ou seja, o *finance* corresponde a uma dívida de curto prazo e viabiliza o investimento que, por sua vez, gera o crescimento da renda no âmbito do multiplicador dos gastos, enquanto a poupança gerada neste processo é utilizada para transformar a dívida de curto prazo em dívida de longo prazo, repondo os recursos do fundo rotativo (KEYNES, 1937). Para a comunidade como um todo, o *finance* é apenas uma transação contábil e corresponde ao adiantamento de recursos para a produção dos bens que irão satisfazer à demanda de investimento, como é o caso dos bens de capital e material de construção civil (DAVIDSON, 2011; RESENDE, 2008). A função principal dos bancos no circuito do investimento ocorre nesta etapa, pois são eles ofertam o crédito para satisfazer a demanda de liquidez decorrente do motivo *finance*.

A função primordial dos bancos, portanto, é a capacidade de criar moeda por meio da concessão de crédito. A partir de uma operação contábil (criação de um depósito à

vista), os bancos concedem os recursos às empresas para a produção dos bens de investimento. As empresas produtoras de bens de capital que recebem esses recursos irão gastá-los na produção desta categoria de bens e aqueles que receberam os recursos neste processo produtivo os depositarão nos bancos. Ademais, as dívidas decorrentes do *finance* são liquidadas no curto prazo. Desse modo, como afirma Carvalho (2016), o *finance* é um fundo rotativo no sentido que o recurso gasto pelo agente que inicialmente o mobilizou retorna aos bancos e torna-se crédito para outro agente que pode utilizá-lo como *finance* e, conforme aponta Keynes (1937), é um fundo que não tem como lastro uma poupança prévia⁶.

Os bancos recebem depósitos à vista do público como salários dos trabalhadores ou receitas de vendas das empresas, mas não há qualquer necessidade de existência de poupança prévia. Para os bancos essa distinção não é relevante. Os bancos atuais são antes um sistema de formas de pagamento, mais que recebedores de poupança. Dessa forma, não há igualdade entre poupança e fundos disponíveis para empréstimo. Bancos atuam alavancados e aumentam a oferta de moeda via crédito quando consideram a operação lucrativa, contornando as restrições impostas pela autoridade monetária por meio de inovações financeiras quando necessário (MINSKY, 2008). Para Studart (1995), os bancos têm alta elasticidade na concessão de empréstimos, porém até o ponto em que seus ativos líquidos (que podem ser vendidos para ampliar a oferta de crédito) se aproximem de zero. Daí em diante os bancos subirão as taxas de juros dos empréstimos. Ou seja, a oferta de crédito é elástica e os bancos detêm uma posição que lhes tornam mais que intermediários neutros.

Por sua vez, o investimento é a decisão de uma empresa de realizar um gasto. Toda decisão de gasto em uma economia monetária requer que o agente detenha sob seu poder meios de pagamento, ou seja, acesso à moeda (crédito). O *finance* é o dinheiro que as empresas precisam ter acesso para realizar o investimento. Foi neste contexto que Keynes (1937) elencou o motivo *finance* para a demanda por moeda, além dos motivos transação, precaução e especulação. De outro lado, a taxa de juros resulta da interação entre a demanda e a oferta de dinheiro, governadas pela preferência pela

⁶ Nas palavras contundentes de Keynes: "Surely nothing is more certain than that the credit or "finance" required by ex-ante investment is not mainly supplied by ex-ante saving" (KEYNES, 1937).

liquidez, se elevando quando aquela é maior do que esta e, em consequência, podendo inibir a demanda de *finance* e o investimento até o ponto em que o aumento da taxa de juros equilibra a oferta e a demanda de moeda, dada a preferência por liquidez dos agentes. Bancos têm, então, o importante papel de aumentar a oferta de moeda (crédito) quando a demanda por *finance* se eleva, de modo a impedir a desaceleração do investimento pelo aumento da taxa de juros (KEYNES, 1937).

O investimento gera, *ex post*, uma poupança de igual valor via operação do multiplicador de gastos, jamais maior. A consequência desse fato é que a poupança agregada de um período só é capaz de, no máximo, repor o mesmo nível de investimento realizado no período anterior. Isso significa que os fundos próprios mobilizados pelas empresas como fonte de financiamento de seus investimentos não são suficientes para elevar o gasto agregado com investimento. Por fim, é improvável que as empresas correrão o risco de comprometer seus fundos retidos alocando-os integralmente no financiamento dos seus investimentos, que são ilíquidos. Portanto, os bancos são a peça-chave, pois deles depende a oferta de recursos para a taxa de investimento crescer (KEYNES, 1937).

2.2.2 Descrição do circuito: poupança-*funding*

Visto que o investimento precede a poupança e é realizado com recursos criados pelos bancos a partir de operações contábeis, resta descrever o papel da poupança no circuito, o que está relacionado com a etapa do *funding*. Os empréstimos tomados pelas empresas para realizar os gastos de investimento ligados ao *finance* possuem prazos de maturação baixos, visto que correspondem aos critérios de concessão de créditos impostos pelos bancos. Ocorre que o fluxo de receitas esperadas do novo investimento se estende no tempo. Desse modo, surge um problema de descasamento de maturidade entre ativos e passivos das empresas. O *funding* é o mecanismo de compatibilização desses prazos e consiste na emissão de títulos de dívidas de longo prazo ou ações pelas empresas que serão comprados com recursos da poupança, principalmente concentrada em intermediários como bancos de investimento e fundos gestores de poupança privada. Acessando os recursos levantados com a emissão desses títulos, as empresas podem quitar suas dívidas de curto prazo com os bancos comerciais.

Seguindo Carvalho (1997), o importante não é a morfologia do sistema financeiro, isto é, se as funções de *finance* e *funding* são separadamente encontradas no organograma de funções das distintas instituições envolvidas no processo de financiamento da acumulação. A questão é lógica antes de funcional. Uma vez que a poupança não precede o investimento, esse só pode crescer se houver a criação de dinheiro para o financiar (*finance*) e somente após o circuito se completar haverá poupança que poderá ser usada para realizar a transformação de maturidade dos passivos, seja isso feito por instituições especializadas em *funding* ou não. É perfeitamente possível que a mesma instituição faça as duas funções, como os atuais bancos universais. É a etapa do *funding* que garante a estabilidade financeira dos agentes, tanto de bancos quanto das empresas não financeiras. O *funding* garante, portanto, a estabilidade financeira de todo o sistema no âmbito do processo de crescimento da economia (STUDART, 1995).

Carvalho (2016) propõe um desenvolvimento da abordagem keynesiana tradicional do circuito FISF que se adequa melhor à atual forma de gestão das grandes empresas. Carvalho argumenta que o problema de emissão de dívidas de longo prazo para financiar as dívidas de curto prazo é uma questão de estruturação do balanço patrimonial. O objetivo das empresas com a realização do *funding* é estruturar balanços líquidos, definidos pelo autor como aqueles em que as entradas e saídas de dinheiro garantem que as maturidades de ativos e passivos estejam ajustadas.

Para lidar com a incerteza sobre o futuro que pode frustrar a expectativa de receitas, as empresas precisam ter uma margem de segurança para manter seus balanços líquidos: assumir dívidas que comprometam somente uma fração das receitas esperadas e possuir ativos líquidos, isto é, que possam ser vendidos ou utilizados como colateral. O *funding* torna-se então uma escolha de ativos e passivos de modo a estruturar o balanço patrimonial gerando segurança de solvência e rentabilidade do negócio. Essa decisão embute uma postura necessariamente especulativa: a expectativa de geração de fluxos de caixa futuros suficientes para pagar os juros e principal do empréstimo realizado para fazer o investimento. Dessa perspectiva, Carvalho (2016) argumenta que os tipos de portfólios propostos por Hyman Minsky (2008) (*hedge*, especulador e *ponzi*) é uma categorização das estratégias de *funding*,

isto é, de como administrar o fluxo de entrada e saída de recursos monetários. Ou seja, como administrar a exigência de liquidez que as dívidas geram.

É importante destacar que nessa abordagem proposta por Carvalho (2016), *finance* e *funding* são duas dimensões monetárias inseparáveis da decisão de investir. Não é mais, como na visão original sobre o circuito, uma questão de ordenação cronológica do perfil da dívida das empresas, isto é, primeiro *finance*, depois *funding*. Ou seja, a empresa quando planeja um investimento precisa ter em conta ao mesmo tempo como irá financiar a compra das mercadorias e como pagará essa dívida ao longo do ciclo de investimento e produção. Como a receita obtida com o investimento se distribuirá ao longo dos anos, a empresa precisa encontrar um modo em que o pagamento da dívida também se distribua ao longo dos anos. O *funding*, portanto, está relacionado sobretudo com a liquidez necessária à empresa ao longo do ciclo econômico e menos à poupança.

Afora o circuito FISF, há ainda no arcabouço keynesiano outra teorização sobre a relação entre setor bancário e setor produtivo no mercado de crédito que é relevante no contexto desse trabalho. Trata-se dos conceitos de risco do prestador e risco do tomador de empréstimos. Keynes apresentou brevemente esses conceitos na seção IV do capítulo 11 da Teoria Geral (KEYNES, 2013). O objetivo de Keynes é afirmar que o volume de investimento realizado é influenciado por esses riscos. Minsky no livro “Jonh Maynard Keynes” desenvolve esses conceitos ao formalizar gráfica e algebricamente sua relação com o volume de investimento da empresa e no agregado e ao relacioná-los à instabilidade financeira intrínseca ao ciclo econômico, como elaborado pelo próprio Minsky (MINSKY, 2011, p. 133-44).

O risco do prestador é o de maior interesse nesse estudo, pois, segundo Minsky, a percepção dos bancos quanto ao nível desse risco se expressará nos contratos de crédito, por meio do patamar da taxa de juros cobrada e pelas condições exigidas, como em termos de maturidade e garantias. A natureza do risco do prestador está, já em Keynes, associada à expectativa dos bancos quanto à possibilidade de inadimplência, seja voluntária (risco moral) ou involuntária (expectativas de rendimentos futuros frustradas) da empresa tomadora de empréstimo. Portanto, o conceito de risco do prestador e a discricionariedade do prestador em estabelecer as condições da concessão de crédito a partir de sua avaliação de risco

reforça uma posição privilegiada dos bancos. Esse conceito também estabelece que quanto maior o risco percebido pelo prestador, piores tendem a ser as condições de financiamento, o que permite analisar situações concretas em que esse risco percebido pode ser maior ou menor diante das características estruturais da economia, e não apenas cíclicas, ou individuais dos tomadores.

2.2.3 Limites da abordagem keynesiana sobre as interações financeiro-produtivas

Para se abordar os limites do circuito FISF como instrumental para se analisar as interações financeiro-produtivas, é pertinente considerar o contexto em que Keynes o desenvolveu. Os artigos de Keynes sobre o tema publicados em 1937 estão no interior do debate sobre a relação entre o investimento e a poupança (CARVALHO, 1997). Ao buscar demonstrar que o investimento prescinde de poupança prévia, Keynes desenvolve os conceitos de *finance* e *funding*. A relação de causalidade entre investimento e poupança decorre do princípio da demanda efetiva.

A proposição do circuito FISF é importante na argumentação de Keynes, porque a explicação sobre o financiamento do investimento é crucial para a demonstração de que o investimento antecede a poupança e também para a demonstração do papel não neutro da moeda e dos bancos na economia. O ponto inicial é que a decisão de investir é uma decisão de realizar um gasto. Toda decisão de gasto em uma economia monetária requer que o agente detenha sob seu poder meios de pagamento, ou seja, acesso à moeda (crédito).

Vê-se, portanto, que o circuito FISF não foi concebido para analisar a natureza das relações entre as empresas do setor financeiro e as empresas do setor não financeiro. Não foi concebido para investigar as contradições que emergem destas relações por conta das posições distintas que os dois conjuntos de empresas ocupam no processo produtivo capitalista guiadas por seus respectivos objetivos. Desse modo, nos limites do circuito FISF não é possível se analisar sob quais condições o setor financeiro privado irá efetivamente exercer as funções *finance* e *funding*, pois o circuito pressupõe que essas funções sejam exercidas.

Esse ponto ficará claro quando analisarmos a abordagem de Marx sobre as relações entre, em suas palavras, capital em função e capital portador de juros. Mas, antes,

para se desenvolver esse apreciação dos limites da abordagem keynesiana, é relevante se considerar a investigação de Panico (1988) sobre sustentação teórica na obra de Keynes sobre a determinação da taxa de juros. Isso se justifica pois é na análise da determinação da taxa de juros que poderia se encontrar uma sustentação teórica em Keynes sobre as relações entre agentes financeiros e não financeiros, ausente do circuito FISF.

Há aqui um ponto importante a deixar claro. A taxa de juros é a variável chave do mercado de crédito, portanto, ela carrega em si o efeito do conjunto de variáveis que conformam o funcionamento deste mercado em um contexto específico. Propõe-se assim que as teorias de determinação da taxa de juros em Keynes e Marx possam ser tomadas como ponto de referência para a caracterização dos determinantes do mercado de crédito.

O núcleo do argumento de Panico (1988) é que a teoria da preferência pela liquidez, central no pensamento de Keynes, permite compreender a flutuação das taxas de juros de mercado, mas não diz o que determina a taxa de juros média, ou permanente (PANICO, 1988, p. 103). O autor argumenta que os elementos centrais da teoria do investimento apresentada por Keynes na Teoria Geral - dependência em relação à taxa de juros (eficiência marginal do capital), incerteza e instabilidade – já haviam sido postos no Tratado sobre a Moeda. O ponto central é que esses elementos são uma adição à teoria marginalista e não uma refutação (PANICO, 1988, p. 109). Keynes adiciona temas novos na explicação da flutuação dos preços: instabilidade das decisões de investimento (especificamente sobre os preços de demanda dos bens de investimento condicionados pela expectativa de rendimentos com esses bens e a taxa de juros utilizada em seu cálculo) e impacto do sistema bancário sobre a taxa de juros, gerando flutuação dos preços, condicionado pela situação monetária internacional (PANICO, 1988, p. 114).

Ou seja, o conceito de preferência pela liquidez explica a variação da taxa de juros observada no mercado em cada ponto no tempo, mas isto não abala o conceito de taxa natural de juros da teoria marginalista. O que a preferência pela liquidez explica são os desvios da taxa de mercado em relação à taxa natural. Essa limitação do conceito de preferência pela liquidez, crucial na decisão dos agentes de ofertarem e demandarem crédito, reforça a insuficiência do circuito FISF para se analisar a

dinâmica de interação financeiro-produtiva para o desenvolvimento, porque a determinação das condições gerais do mercado de crédito, expressa na taxa de juros “normal” ou “natural”, permanece explicada pela produtividade marginal do capital⁷. Sendo a taxa natural a única possível de equilíbrio e não sendo afetada por fatores monetários como a taxa de juros de mercado.

Porém a teoria de Keynes não se esgota no conceito de preferência pela liquidez. Para Panico (1988), na Teoria Geral, Keynes confronta a ideia de taxa natural de juros. As peças centrais da ruptura de Keynes com o marginalismo é a teoria monetária da produção e o conceito de demanda efetiva, pois este desloca a taxa de juros como variável principal a determinar o equilíbrio entre investimento e poupança e a substitui pela variação no nível da produção (PANICO, 1988, p. 124). Para Panico, o núcleo da nova concepção de Keynes de que a taxa de juros é um fenômeno monetário é a argumentação da característica convencional da determinação desta variável. Na nova formulação a preferência pela liquidez determina as variações da taxa de juros de mercado e sua possível convergência para a taxa “normal”. Mas, a taxa “normal” é determinada convencionalmente e não por fatores reais como na teoria marginalista. Essa é a contribuição maior de Keynes, uma determinação histórica e convencional para a taxa de juros; e não o conceito de preferência pela liquidez, este já presente no Tratado e compatível com a teoria marginalista. Nas palavras de Keynes (2013):

“It might be more accurate, perhaps, **to say that the rate of interest is a highly conventional, rather than a highly psychological, phenomenon.** For its actual value is largely governed by the prevailing view as to what its value is expected to be. **Any level of interest which is accepted with sufficient conviction as likely to be durable will be durable;** subject, of course, in a changing society to fluctuations for all kinds of reasons round the **expected normal.**” (KEYNES, 2013, p. 203. Grifos nossos.)

O trecho acima é parte da discussão de Keynes sobre a dependência da eficácia da política monetária em relação ao modo como os agentes percebem essa política, se factível ou não. A proposição de Keynes, portanto, é que a percepção dos agentes sobre o nível normal da taxa de juros é determinada pela convenção vigente sobre o qual é a taxa normal. Esta convenção gera expectativas que influenciam a preferência

⁷ A própria categorização da demanda por dinheiro proposta por Keynes, motivo precaução e motivo especulação, tem a função de demonstrar o papel não neutro da moeda mesmo se mantido o arcabouço marginalista, ou seja, não refuta esse arcabouço.

pela liquidez que por sua vez promove movimentos da taxa de juros de mercado ao redor da taxa normal.

Entretanto, o questionamento que emerge da proposta de Keynes é: qual é a substância do conceito de convenção? Somente uma definição consistente deste conceito pode ser capaz de substituir a teoria marginalista da taxa de juros natural. Essa resposta não está na Teoria Geral. Uma resposta possível a essa pergunta é encontrada em Erber (2004), autor que buscou desenvolver o conceito de convenção como eixo explicativo das fases históricas do processo econômico no Brasil:

Conventions are sets of beliefs shared by a community for, among other purposes, problem-setting and problem-solving. They are a heuristic device for dealing with uncertainty. Conventions may stem from different sources: religion, myths, scientific theories, etc. (ERBER, 2004, p. 40-1).

Em outro trabalho, Erber (2012) propõe a seguinte formulação:

Such set of rules, the positive and negative agendas they generate and the teleology underlying them are a convention – a collective representation which structures individual expectations and behavior (Orléan, 1989), in the sense that, given a population P, we observe a behavior C which holds the following characteristics: (1) C is shared by all members of P; (2) every member of P believes all other members will follow C; (3) such belief provides members of P with a sufficient reason to adopt C (Orléan, 2004). (ERBER, 2012)

Como se vê, o núcleo do conceito de convenção em Erber é um conjunto de crenças compartilhadas entre os agentes econômicos que os impelem a um determinado comportamento e se formam e se sustentam em características que não são somente econômicas.

Quais os problemas desse conceito para o caso da determinação da taxa de juros e, conseqüentemente, das condições gerais do mercado de crédito? Em primeiro lugar, em nome de uma explicação multidimensional para a determinação da taxa de juros, se perde em sustentação na teoria econômica para essa explicação. Em segundo lugar, a determinação da taxa de juros torna-se uma disputa de “narrativas” entre os que buscam convencer a sociedade de que seus interesses coincidem com os interesses da maioria. Em terceiro lugar, a convenção parece mais um ponto de chegada, em que a “regra do jogo” econômico já está definida e não uma explicação de como essas regras são materialmente construídas. Desse modo, o conceito de

convenção, em sua fluidez de causas que geram uma convenção, torna muito difícil apreender analiticamente como substituir uma convenção por outra.

Sob o conceito de convenção, portanto, a taxa normal de juros deixa de ser explicada por variáveis reais como na teoria marginalista, mas passa a um estado em que tudo é possível desde que os agentes em disputa tenham força suficiente para impor seus interesses, transformando-os em convenção. O mesmo valeria para o poder do Banco Central de questionar a convenção, desde que pudesse suportar e vencer a disputa de narrativa (MODENESI *et al.*, 2013). Isto é, há uma baixa materialidade implícita na noção de convenção como determinante da taxa de juros, pois a estrutura econômica torna-se pouco relevante para condicioná-la e, por desdobramento, para condicionar as condições gerais do mercado de crédito. Conclui-se que o conceito de convenção é útil ao explicitar que interesses econômicos de grupos distintos são importantes para determinar a taxa de juros, mas falha em prover uma sustentação estrutural para este jogo de interesses.

Panico (1988), com o objetivo demonstrar a proximidade entre as análises de Keynes e Marx sobre a determinação da taxa de juros, afirma que Keynes considera também entre os fatores que governam a formação da taxa “normal” de juros a estrutura institucional do mercado financeiro (PANICO, 1988, p. 131). Panico mostra que, no *Tratado*, Keynes discorre mais detidamente sobre o papel da estrutura do mercado financeiro sobre a taxa de juros. De modo que seria possível afirmar que Keynes leva em conta “the evolution of the money market which tends to give a privileged position to certain groups of capitalists or bankers” (PANICO, 1988, p. 141), como parte dos determinantes da oferta e demanda por crédito. Assim, Panico conclui que Keynes e Marx

“proposed a method of analysis which puts together historical and economic elements, underlying the need for a conventional determination of the interest rate in terms of factors operating in the money market [...]” (PANICO, 1988, p. 141).

Essa aproximação entre Keynes e Marx feita por Panico (1988) é importante ao mostrar uma possível combinação das explicações dos dois autores sobre a natureza da taxa de juros e das relações no mercado de crédito entre setor financeiro e não financeiro. Como será visto na seção seguinte, a concorrência no mercado de crédito

entre os dois setores e as instituições formadas para governar o funcionamento deste mercado estão no centro da abordagem marxista. Esta abordagem pode servir para retirar a fluidez do conceito de convenção ao localizá-lo sobre relações de poder econômico objetivas no mercado de crédito que se cristalizam na forma da institucionalidade que sanciona essas relações de poder e condicionam a ação dos agentes em seu interior.

2.3 A abordagem marxista da concorrência entre capital a juros e em função como determinante da configuração do mercado de crédito

2.3.1 Sistema de crédito e acumulação de capital

Como ponto de partida toma-se a visão de Marx sobre a relação entre o sistema de crédito e a acumulação de capital. Assim, será possível em primeiro lugar estabelecer a centralidade em Marx do sistema de crédito e, portanto, da dimensão financeira e monetária da acumulação⁸. E, em segundo lugar, permitirá localizar o tema principal que é natureza das relações entre as duas frações do capital consideradas por Marx, o capital portador de juros e o capital em função, isto é, o setor financeiro e o setor industrial. Vale alertar que Marx (2017, seção V) está discutindo somente a oferta de crédito às empresas, isto é, o crédito ao consumo está fora da análise. Na passagem a seguir tem-se claramente a medida da importância dada por Marx ao sistema de crédito:

o crédito oferece ao capitalista individual, ou a quem exerce esse papel, um poder absoluto, dentro de certos limites, de dispor de capital, propriedade e, portanto, trabalho alheios. [...] O próprio capital [...] passa a servir de simples base para a superestrutura do crédito (Marx, 2017, Cap. 27, p. 635).

O sistema de crédito é crucial para a acumulação de capital. Os capitais individuais que a ele tem acesso podem crescer para além dos limites impostos pela acumulação interna de fundos, pois o crédito funciona como uma alavanca financeira. O crédito “acelera o desenvolvimento material das forças produtivas” (MARX, 2017, p. 638). Heinrich (2012), que realiza um dos principais esforços de leitura de O Capital a partir das pesquisas e descobertas do projeto MEGA, destaca o papel imprescindível do sistema de crédito: “The movement of interest-bearing capital mediated by this credit

⁸ Para um estudo da centralidade do dinheiro na teoria do valor de Marx ver Heinrich (2012, cap. 3).

system is not a mere addition, a “superstructure” resting atop industrial capital. [...] the movement of industrial capital is not at all possible without credit” (HEINRICH, 2012, p. 178). Em uma palavra, o desenvolvimento do capitalismo é inconcebível sem a existência do sistema de crédito.

Essa também é a interpretação de Marx feita por Campbell (2002). Para a autora, a função do sistema de crédito é romper barreiras à expansão da acumulação de capital. Uma primeira barreira transposta pelo moderno sistema de crédito é o limite estreito do crédito comercial entre capitalistas do setor produtivo, visto que essa forma de crédito impõe ao capitalista que ele possua recursos entesourados na data do vencimento de suas obrigações para quitar as notas promissórias para o caso de as vendas (que gerarão os recursos para pagar as dívidas) atrasarem no tempo. O sistema de crédito permitiu romper com o prazo limite das letras de câmbio do crédito comercial por meio do desenvolvimento da função bancária de descontar as letras de câmbio de acordo com a demanda de seus portadores. O desconto é o mesmo que um empréstimo de curto prazo (CAMPBELL, 2002, p. 214).

Mas para Campbell a função primordial do sistema de crédito é concentrar os recursos da sociedade na forma de dinheiro e colocá-lo à disposição dos capitais individuais. E essa função é ampliada pela capacidade dos bancos de conceder crédito em volume acima do que ele possui em depósitos (CAMPBELL, 2002, p. 215). Liberta-se, assim, os capitais individuais de se expandirem limitados pelos lucros alcançados nas fases anteriores.

Sobre este ponto, Marx trata do poder dos bancos de concentrarem dinheiro que não poderia atuar como capital monetário se estivessem dispersos, criando um “poder monetário” (MARX, 2017, p. 581). Marx então concebe um papel aos bancos que não é somente de intermediários entre poupadores e tomadores de empréstimos, pois exercem uma função que nenhum capitalista industrial poderia desempenhar isoladamente e do qual nenhum deles pode prescindir. Por fim, outra função do sistema de crédito que Campbell considera crucial é a unificação dos capitais individuais como capital social, em decorrência do fornecimento de crédito para todos

os capitais individuais, permitindo assim que a tendência a equalização das taxas de lucro se viabilize⁹.

Estabelecido o papel decisivo do sistema de crédito para a dinâmica do capitalismo em Marx, o passo a seguir é caracterizar as relações entre as frações do capital que se estabelecem no mercado de crédito. Para isso, a investigação deve se voltar para a origem juros e determinação da taxa de juros em Marx.

2.3.2 Origem dos juros e a determinação da taxa de juros

A investigação de Marx começa pela demonstração da origem dos juros como uma fração extraída dos lucros gerados pelas empresas não financeiras. Ele afirma que “é a separação dos capitalistas em capitalistas monetários e capitalistas industriais que, na realidade, converte uma parte do lucro em juros e cria, em geral, a categoria dos juros [...]” (Marx, 2017, cap. 23, p. 533).

Essa definição da origem dos juros implica que as empresas financeiras, os bancos em particular, possuem uma dependência em relação às empresas não financeiras, do mesmo modo que estas dependem dos bancos para financiar suas atividades. Ambos os conjuntos de empresas possuem um interesse comum, visto que a fonte de seus rendimentos, lucros e juros, advém da mesma fonte, a extração de mais-valia no processo produtivo.

O processo tem então a seguinte sequência. O capitalista do setor produtivo toma emprestado certa quantia no setor financeiro. A empresa financeira empresta essa quantia sob a condição de que ela receberá em data futura a mesma quantia acrescida de um montante percentual já estabelecido contratualmente. A empresa do setor produtivo transforma o dinheiro emprestado em capital imobilizado na produção. Ao final do processo, é gerado o lucro bruto do qual somente uma parte será retida pela

⁹ Esse ponto é importante de ser retido, pois leva à consideração de que se o sistema de crédito falha em unificar os capitais individuais, a equalização das taxas setoriais de lucro se torna mais difícil. Assim, é possível que haja diferenças de taxa de lucro persistentes entre empresas nacionais e estrangeiras, operando no mesmo território, e entre os diferentes setores nacionais (por exemplo, exportadores e não exportadores), com diferentes acessos ao sistema de crédito.

empresa não financeira, chamada por Marx de “lucro do empresário”, pois a parte a ser destinada ao banco, os juros, já estava determinada previamente.

Na abordagem de Marx, deriva-se da descrição acima uma implicação da origem dos juros, fundamental para a compreensão da determinação da taxa de juros, que é o fato de que o capital portador de juros está em posição externa ao processo produtivo. Diferentemente do lucro do empresário que depende do êxito da realização da mais-valia, o juro é originado em uma relação jurídica exógena ao processo produtivo, estabelecida entre capitalistas financeiros e produtivos.

Uma outra implicação na abordagem de Marx sobre a origem dos juros também extraída da descrição acima é que as empresas produtivas, tomadoras de empréstimos, devem considerar em seus cálculos de rentabilidade tanto a remuneração do capital enquanto valor investido produtivamente, quanto o capital enquanto montante monetário que rende juros. Marx afirma:

O empregador do capital, ainda que trabalhe com capital próprio, desdobra-se em dois personagens: o simples proprietário do capital e o empregador do capital. Seu próprio capital, com relação aos tipos de lucro que ele gera, decompõe-se em propriedade do capital, capital fora do processo de produção, que rende juros por si só, e capital dentro do processo de produção, que, como capital em ação, gera o ganho empresarial. (MARX, 2017, cap. 23, p. 540).

O capitalista em função, portanto, compara o retorno do capital imobilizado na produção com o retorno do capital portador de juros de mesma magnitude, ou seja, quanto de juros receberia se se desfizesse dos ativos físicos e emprestasse o capital na forma monetária. Essa abordagem de Marx já contém a semente da compreensão das razões da busca do capital por se desprender de suas formas específicas imobilizadas e dirigir-se à valorização financeira. O cálculo implícito dos juros como referência para a rentabilidade necessária para o capital imobilizado - isto é, a rentabilidade do capital enquanto propriedade e não enquanto função - já indica que o capitalista em função é impelido a decidir constantemente se é mais lucrativo investir ou aplicar financeiramente. É por esse caminho que se pode compreender a chamada “financeirização” como fenômeno ligado ao desenvolvimento lógico das formas do capital e não como anomalia ou um desvio de sua natureza.

Sendo a origem dos juros a extração de um montante do lucro bruto gerado pelas empresas no processo produtivo, resultante da divisão dos capitais em portadores de

juros e em função, a questão a ser respondida é o que determina este montante, isto é, como é determinada a taxa de juros.

A origem comum de lucro e juros geradora de uma unidade de interesses entre capital portador de juros e capital em função é sobreposta pela concorrência entre estas duas frações em torno da divisão do lucro bruto médio. Freitas (1997) capta essa característica e sintetiza a posição de Marx com a afirmação de que “os bancos e seus clientes (as empresas industriais e comerciais) mantêm uma relação dialética especial de conflito e de interdependência” (FREITAS, 1997). E esta divisão do lucro bruto não está determinada por nenhuma regularidade econômica objetiva. Marx, assim como Keynes, refuta a concepção de que existem leis materiais que determinem a taxa de juros. Isso ocorre porque, como visto acima, a definição do pagamento de juros de uma empresa a um banco é uma definição contratual externa ao processo produtivo.

A ênfase de Marx em que o capitalista proprietário do capital monetário está em uma posição externa ao ciclo produtivo do capital permite a conclusão de que esse capitalista é essencial ao ciclo produtivo – como Keynes demonstra no circuito FISF - porém não há uma determinação necessária sobre em que condições ele participará, sejam elas apropriadas ou não para a reprodução do capital em função, em uma determinada circunstância histórica. Isto é, participação do capital monetário no ciclo produtivo é essencial, mas sua forma não é determinada *a priori*.

Portanto, pela natureza da relação entre as duas frações do capital, existe uma arena de disputa em que os capitalistas do setor financeiro possuem uma forte vantagem competitiva para a determinação da taxa de juros, pois o fluxo de renda a que tem direito está determinado antes mesmo da realização do lucro. Dado esse caráter externo do capital portador de juros em relação ao ciclo do capital, Marx também conclui que não há uma taxa de juros natural, dada a natureza da relação entre os capitais no mercado de crédito:

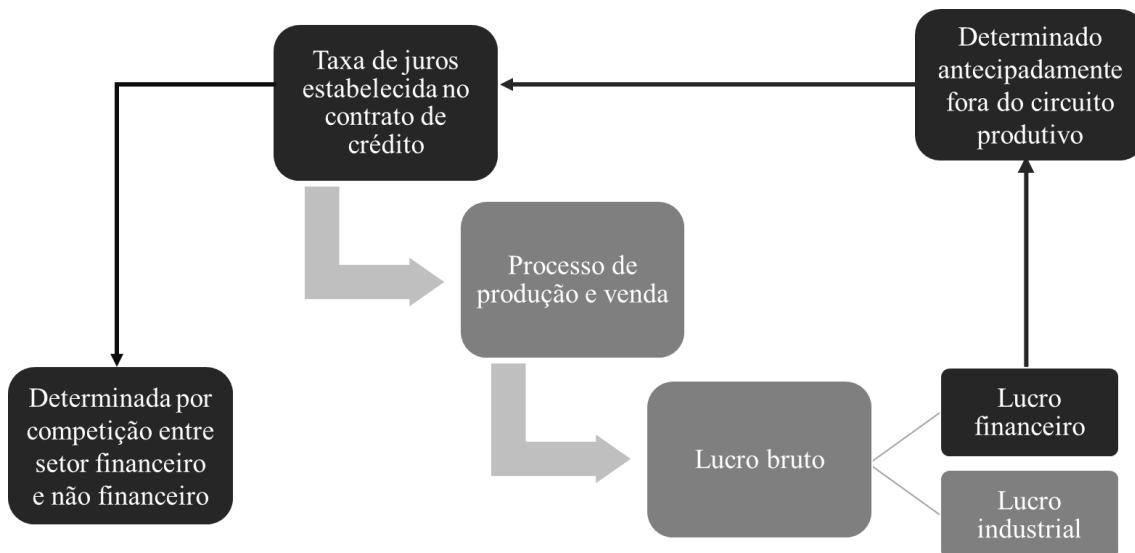
[...] a concorrência não determina os desvios da lei, pois não existe lei nenhuma que regule a divisão além daquela imposta pela concorrência, já que, como veremos adiante, não existe um nível “natural” da taxa de juros. Por nível natural da taxa de juros entende-se, antes, a taxa estabelecida pela livre concorrência (MARX, 2017, cap. 21, p. 510).

No trecho acima fica clara a posição de Marx sobre a natureza da determinação da taxa de juros. É a concorrência entre capital portador de juros e capital em função que

a determina. Em nenhum momento Marx considera a existência de um nível para a taxa de juros, ou taxa média, endogenamente determinada, em torno do qual flutuaria a taxa de mercado. A relação, diz Marx, entre nível dos juros e taxa de juros, não é análoga à relação entre preços de produção e preços de mercado, este último, sim flutuando em torno do primeiro que, por sua vez, é materialmente definido. Marx enfatiza que “quando o elemento decisivo é a concorrência como tal, a determinação é, por si mesma, fortuita, puramente empírica [...] (MARX, 2017, cap. 22, p. 520).

Conclui-se que a concorrência entre capital portador de juros e capital em função é o núcleo da abordagem de Marx sobre a determinação da taxa de juros. A figura 1 abaixo esquematiza essa concepção. Essa também é a conclusão de Argitis (2001) para quem “the power relations between industrial and money capitalists are at the centre of Marx’s analysis of the interest rate” (ARGITIS, 2001). Este autor também reitera que em Marx as relações de crédito estão inseridas em um quadro de conflito intercapitalista pela distribuição do lucro. Assim, a pergunta seguinte é: quais elementos determinam a concorrência entre as duas frações do capital no mercado de crédito?

Figura 1 – Esquema da concepção marxista sobre a interação financeiro-produtiva no mercado de crédito



Fonte: Elaboração própria

Marx cita alguns elementos que podem influenciar a força concorrencial relativa das duas frações na definição da taxa de juros, como o desenvolvimento da acumulação de capital de um país e do mercado de crédito de modo a aumentar os recursos disponíveis para empréstimo, favorecendo assim a posição dos capitalistas em função pela redução da taxa de juros; e as diferentes fases do ciclo econômico em que os capitais produtivos tenham mais ou menos fundos próprios ampliando ou reduzindo sua dependência de empréstimos. Contudo, não há nos escritos de Marx um tratamento sistemático dos determinantes da concorrência no mercado de crédito. O desenvolvimento desse ponto crucial ainda é uma questão em aberto e será abordado a seguir.

2.3.3 Expandindo o argumento de Marx sobre a determinação da concorrência entre empresas financeiras e não financeiras

A pouca literatura que se debruçou sobre a compreensão dos determinantes da concorrência entre as duas frações do capital no mercado de crédito a partir da abordagem de Marx dirigiu-se, sobretudo, à análise da institucionalidade que condiciona as regras dessa concorrência. A razão desta forma de abordagem, decorre, mais uma vez, da posição peculiar do capital portador de juros em relação ao ciclo produtivo do capital. Visto que a taxa de juros não é materialmente determinada, e sim contratualmente estabelecida, é fundamental que o setor financeiro influencie as regras que moldam funcionamento do mercado de crédito.

O ponto central da teoria marxista sobre a determinação da concorrência em torno da taxa de juros é que, seguindo e ampliando a definição de Panico (1980), que considera “the behaviour of monetary institutions as reflecting the distribution of power in the social structure”, a distribuição econômica estrutural de poder entre as duas frações do capital se reflete na institucionalidade criada em cada situação histórica para reger o funcionamento das relações entre as duas frações no mercado de crédito. Desse modo essa institucionalidade condiciona o nível da taxa de juros e as condições gerais do mercado de crédito, ou seja, se esse mercado será mais ou menos favorável a uma ou outra fração do capital.

A forma assumida pela institucionalidade que governa o mercado de crédito, portanto, expressa uma determinada distribuição de poder estrutural entre empresas

financeiras e não financeiras. Essa abordagem é um desdobramento da teoria de Marx de que os juros são uma fração do lucro bruto médio, de modo que há um conflito que se estabiliza concretamente por meio da constituição de instituições que constroem a ação dos agentes econômicos em determinadas direções.

O banco central, por exemplo, argumenta Argitis (2001), ainda que defina a taxa de juros sob sua responsabilidade exógenamente, é uma instituição inserida no ambiente de competição entre as frações do capital e que portanto está sujeita à correlação de forças econômicas e políticas entre essas frações. Ou seja, segundo Argitis (2001), o Banco Central não é uma instituição exógena. Desse modo, acrescenta, as posições relativas do setor financeiro e não financeiro também influenciarão a forma assumida pela política monetária que o Banco Central deve executar.

Essa é a mesma linha de argumentação de Epstein (1992) que propõe uma tipologia das relações entre as empresas do setor financeiro e não financeiro e da posição do Banco Central no interior do Estado para analisar qual política monetária emerge de cada uma das combinações possíveis. A proposta analítica de Epstein é alicerçada na concepção de que o Banco Central está sujeito à disputa entre frações do capital, denominado por ele de “contested terrain model of central bank” (EPSTEIN, 1992).

Esse desenvolvimento teórico dos determinantes da concorrência em torno da taxa de juros e, à luz da experiência histórica posterior à Marx, permitem uma revisão das considerações deste autor. Por exemplo, Marx (2017, cap. 31) argumenta que na fase de recuperação do ciclo econômico, o fluxo de caixa das empresas industriais e comerciais e a fluidez do crédito comercial torna a reprodução do capital em função relativamente autônoma dos empréstimos dos bancos e assim a distribuição de poder de barganha relativo entre capital em função e capital monetário é mais favorável ao primeiro, levando assim a uma redução da taxa de juros. Entretanto, se a correlação de poder econômico estrutural entre capital monetário e capital em função é tal que mesmo na fase ascendente do ciclo a institucionalidade vigente que governa a concorrência no mercado de crédito – como regime de meta de inflação - imponha um aumento da taxa de juros pelo Banco Central, o capital em função continuará com menos poder para determinar a taxa de juros, mesmo nessa fase do ciclo. Ou seja, o processo estritamente econômico é sobreposto pelas instituições que lhe dão forma e, assim, impactam seu conteúdo.

A conclusão fundamental, portanto, da abordagem marxista sobre os determinantes da concorrência entre o setor financeiro e não financeiro é que as condições gerais do mercado de crédito e o nível da taxa de juros, em particular, se alteram a partir de mudanças na estrutura que governa esse mercado de modo a criar uma nova posição relativa entre os dois setores. Essas alterações podem reforçar a desigualdade de forças prevaiente ou diminuí-la. Contudo, a análise dessas mudanças está fora do terreno da teoria, pois, seja seguindo Marx ou Keynes, não há leis materiais que governam a definição da taxa média de juros. Assim, é preciso analisar qual foi o desenvolvimento em formações sociais concretas das interações financeiro-produtivas e como a institucionalidade em cada caso impactou essas relações.

2.4 Conclusões

As principais conclusões a que se chega após a análise teórica das interações financeiro-produtivas na economia capitalista são as seguintes:

- 1) a teoria neoclássica sistematizou um conjunto de funções que o sistema financeiro deve cumprir para facilitar a alocação de recursos em projetos de investimento, mas secundariza a possibilidade de o sistema financeiro falhar em garantir o financiamento necessário para o desenvolvimento econômico. Deste modo, não fornece ferramentas para se analisar em que situações o sistema financeiro estará mais ou menos propenso a realizar esse papel.
- 2) A teoria keynesiana e pós-keynesiana realiza um grande salto a frente para se compreender as interações financeiro-produtivas ao demonstrar que o chamado lado monetário afeta e condiciona o chamado lado real da economia e avança a partir do circuito FISF na análise de quais são as funções fundamentais que devem ser cumpridas pelo setor financeiro para que o circuito produtivo do capital não sofra abalos. Porém, é insuficiente para o objetivo desta pesquisa, pois ela pressupõe que essas funções já sejam cumpridas, isto é, não contém elementos que permitam investigar qual a natureza das relações entre setor financeiro e não financeiro e em que condições elas se estabelecem. E o conceito de convenção que poderia servir de instrumento para a análise das relações entre setor financeiro e não financeiro na determinação da taxa de juros carece de precisão sobre seu conteúdo.

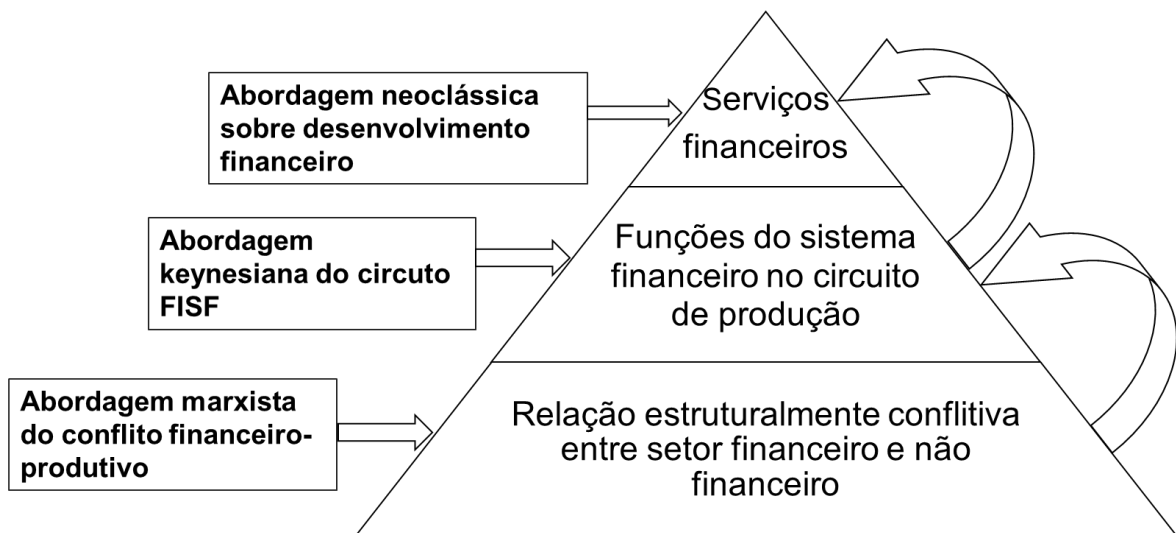
3) A teoria marxista torna-se relevante, pois propõe um caminho de análise dos determinantes da interação entre setor financeiro e não financeiro no mercado de crédito a partir da concorrência entre os capitais dos dois setores. Assim como na teoria keynesiana, a variável chave deste mercado, a taxa de juros, não é determinada por nenhuma lei material de funcionamento do sistema. Mas, diferentemente da teoria keynesiana, tem-se uma proposição clara de por onde se investigar a formação “convencional” da taxa de juros, a partir da concorrência entre empresas financeiras e não financeiras e das instituições que moldam o funcionamento do mercado de crédito. Essa institucionalidade é a cristalização da distribuição estrutural de poder econômico entre os dois setores e que, assim, define as regras do jogo no mercado de crédito que condicionam as possibilidades de ação dos agentes. Portanto, essa abordagem abre a possibilidade de se investigar concretamente as causas dos padrões de interação financeiro-produtiva específicos de um país e porque diferem ou se assemelham às formas clássicas assumidas por esta interação.

A figura 2 apresenta uma esquema simplificado do lugar ocupado por cada uma das abordagens analisadas nesse capítulo. No nível mais superficial está a teoria neoclássica, a qual, essencialmente, propõe que o papel do lado financeiro é a prestação de serviços financeiros para as empresas não financeiras. Quanto mais desenvolvido o sistema financeiro, ou mais desimpedida a ação dos agentes financeiros privados para ofertarem esses serviços, mais eficiente será a alocação do crédito na economia. Em um nível intermediário está a abordagem keynesiana, que demonstra quais as funções que o sistema financeiro deve cumprir para que o processo de produção e investimento encontre sua imprescindível contraparte financeira. E no nível mais profundo está a abordagem do conflito financeiro-produtivo, em que a assimetria de poder sobre o mercado de crédito é um componente estrutural da relação entre setor financeiro e não financeiro.

O esquema proposto, além de categorizar o lugar ocupado por cada abordagem, ressalta que existe uma hierarquia entre elas. Os níveis mais profundos condicionam os níveis mais superficiais. Em especial, o conflito financeiro-produtivo condiciona a forma que a relação entre setor financeiro e não financeiro terá, em uma situação histórica determinada, em termos de cumprir ou não as funções essenciais para o processo de acumulação de capital. Isso ocorre porque a depender das características

dessa relação estrutural do nível mais profundo, o setor financeiro poderá se desenvolver de modo a não cumprir essas funções como esperado. E ambos (o conflito financeiro-produtivo e as conseqüentes funções que o sistema financeiro assume) condicionam a forma que os serviços financeiros serão ofertados, pois condicionam a disposição do sistema financeiro de se engajar no financiamento do setor não financeiro. Portanto, a abordagem teórica aqui proposta adiciona esse nível mais profundo da relação financeiro-produtiva como uma camada indispensável para se compreender as características e dilemas do financiamento do desenvolvimento em uma situação concreta.

Figura 2 - Esquema das abordagens teóricas sobre a natureza das relações entre setor financeiro e não financeiro



Fonte: Elaboração própria

A investigação teórica realizada, apesar de fundamental, é insuficiente para se compreender as causas da existência de determinado padrão de interações financeiro-produtivas de casos concretos. Isto ocorre porque a própria teoria reconhece que as determinações do mercado de crédito não emergem inequívoca e naturalmente das leis de funcionamento da economia capitalista. Portanto para se chegar a conclusões sobre um caso específico, o passo seguinte e incontornável é adentrar o terreno da história das interações financeiro-produtivas no desenvolvimento dos países.

3 INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS NA HISTÓRIA DE DESENVOLVIMENTO DOS PAÍSES

O objetivo do capítulo anterior foi delinear um referencial teórico que permita lidar com a pergunta central da pesquisa que é por que o Brasil não constituiu interações financeiro-produtivas impulsionadoras do desenvolvimento. A partir de agora a investigação entra obrigatoriamente no terreno da História. Uma opção seria ir diretamente ao caso brasileiro e investigar o problema de pesquisa à luz do instrumental teórico proposto. Porém, nesse caso não se teria um ponto de referência para se localizar a experiência histórica brasileira e suas especificidades. Por isso, é importante realizar um percurso, sintético, sobre as formas de interação financeiro produtivas na experiência histórica de desenvolvimento de outros países com foco em quais condições o setor financeiro se envolveu com o financiamento da industrialização.

Este capítulo toma como referência, primeiramente, as investigações de Gerschenkron (1962) e Hilferding (1981) sobre em as condições em que as interações setor financeiro se engajou no financiamento do desenvolvimento de países com industrialização não pioneira. Em seguida, toma-se como referência a contribuição de John Zysman (2018) a respeito do papel desempenhado pelo Estado para coordenar o mercado de crédito na direção dos objetivos de modernização produtiva dos países no pós 2ª Guerra Mundial.

3.1 As condições econômicas da conglomeração bancária-industrial

Gerschenkron é um ponto de partida relevante por dois motivos. Em primeiro lugar porque tratou diretamente do tema das formas de interação entre setor bancário e industrial. Em segundo lugar, porque um elemento central de sua argumentação, relevante para o caso do Brasil, é que há diferenças fundamentais no processo de desenvolvimento entre países avançados e “atrasados” e que se devem em grande medida aos “instrumentos institucionais” distintos (GERSCHENKRON, 1962, p. 7) e entre essas diferenças se inclui as formas de interação financeiro-produtivas.

O recorte da análise de Gerschenkron são alguns países europeus entre o século XIX e a primeira guerra mundial. É bastante conhecida a proposição de Gerschenkron

(1962) de que nos países de industrialização tardia a interação entre as funções financeiras e o setor industrial será tão mais dirigida pelo Estado quanto maiores os obstáculos ao florescimento industrial. Gerschenkron pioneiramente estabelece a relevância do papel do Estado na coordenação da estrutura de financiamento das economias em que as instituições privadas não realizam a função de financiamento da acumulação.

A principal diferença segundo o autor no que se refere ao financiamento da industrialização entre a Inglaterra e os demais países é que no caso inglês as necessidades de financiamento estavam diluídas no tempo em decorrência de processo mais estendido de crescimento industrial, tornando desnecessário a constituição de instituições fornecedoras de crédito de longo prazo. Desse modo, conclui o autor, a existência de bancos de financiamento do investimento industrial é um fruto das necessidades da industrialização dos países atrasados.

A conclusão relevante é que estar fora do centro avançado do capitalismo é uma característica que dita a forma de interação financeiro-produtiva que o desenvolvimento requer em determinado país. Aparentemente essa conclusão é ainda mais relevante quanto mais longe se está das industrializações pioneiras da Europa. Zoninsein (2000) e Castro (2009) destacam a pertinência da interpretação de Gerschenkron para a compreensão do papel do Estado no financiamento da industrialização dos países que a realizaram após a Segunda Guerra Mundial, como o Brasil. Acrescenta-se que a trilha aberta por Gerschenkron ainda é pertinente para a compreensão dos desafios do desenvolvimento brasileiro visto que o país ainda não conseguiu constituir uma estrutura interna de financiamento da acumulação, de modo que a configuração dessa estrutura e o papel a desempenhar pelo Estado e pelo capital privado ainda estão em andamento.

Como sabido, o caso paradigmático analisado Gerschenkron de bancos profundamente ligados ao financiamento da industrialização é o alemão. Esses bancos construíram uma relação estreita com as empresas industriais que ultrapassava o financiamento do investimento e adentrava funções de proeminência na hierarquia interna das empresas financiadas. Mas é crucial destacar que os bancos alemães não se articulavam igualmente com todos os setores industriais. O interesse dos bancos, segundo Gerschenkron (1962, p. 15), estava nas grandes empresas das

Indústrias pesadas do Aço, Elétrica e Química, vale dizer, as empresas líderes dos setores que eram os motores principais daquela fase da industrialização alemã.

Sobre este ponto, Deeg (2003), realizando uma análise crítica da interpretação de Gerschenkron, afirma que foram poucos os casos de representantes dos bancos que participavam do conselho de administração das empresas; e que a presença das grandes empresas nas quais a interação com os bancos era mais intensa, como suposto por Gerschenkron, era baixa e localizada em alguns poucos setores. Contudo, em primeiro lugar, que é difícil compreender porque Deeg (2003) atribui a Gerschenkron a opinião de que a interação particular entre os bancos universais alemães e a indústria era uniformemente distribuída entre empresas e setores, visto que Gerschenkron mostra exatamente a seletividade dos bancos. Em, segundo lugar, o mais importante é que a pesquisa Deeg reforça a característica que se quer frisar aqui, ou seja, o interesse localizado dos bancos em se associarem com grandes empresas líderes de setores mais dinâmicos.

Ainda sobre o caso alemão, outra afirmação relevante de Gerschenkron é que o movimento de concentração industrial, isto é, constituição de empresas com poder ainda maior de acumulação de capital, ocorrido ao final do século XIX, tem relação direta com a forma da interação entre bancos e indústria naquele país. Segundo o autor, o movimento de concentração bancária rege o movimento de concentração industrial dada a presença dos bancos no interior das administrações. Portanto, os bancos se envolvem na coordenação dos processos de fusões e aquisições das empresas industriais alemãs porque essa é a conduta mais lucrativa para os bancos.

Entretanto, a influência dos bancos sobre as empresas não resultava em harmonia de interesses. Gerschenkron afirma, o que remete a abordagem de Marx da concorrência entre capital a juros e em função, que na Alemanha, na virada do século, com as grandes empresas industriais consolidadas elas passam a adotar outra conduta diante do setor bancário: ampliam as relações para vários bancos e não mais um único banco; e criam seus próprios bancos, ambas medidas que diminuía a dependência em relação ao banco financiador original.

Por fim, Gerschenkron (1962, p. 20) faz a consideração igualmente relevante, utilizando a Rússia como exemplo, de que em casos de países ainda mais atrasados,

em que o sistema bancário privado não consegue desempenhar a função de financiar a industrialização, e sendo este um objetivo nacional, o Estado assume compulsoriamente esta função. Mas mesmo no caso alemão, o estudo de Allen *et al.* (2010), indica que a ação estatal foi relevante para gerar a forma específica de interação financeiro produtiva indutora da industrialização. Neste trabalho, os autores mostram que a legislação alemã era muito rígida quanto à constituição do mercado de capitais. E, mais importante ainda, quando o governo alemão na década de 1870 permite o florescimento do mercado de capitais, este mecanismo é utilizado majoritariamente para diversificação de riqueza via ativos financeiros e não para gerar novas fontes de financiamento do investimento.

Ainda sobre a ação estatal no caso alemão, Kohli (2012) afirma que mesmo a capacidade de os bancos universais alemães assumirem o risco de emitirem e adquirirem ações das grandes empresas decorria do suporte público. Os bancos financiadores do desenvolvimento industrial detinham acesso privilegiado à liquidez do Banco Central alemão. E, além disso, ao longo das décadas de 1880 e 1890 as ações do governo alemão direcionaram-se novamente para desincentivar o desenvolvimento do mercado de capitais para evitar distorções no sistema de financiamento.

É importante destacar que ainda na atualidade o suporte governamental desempenha um papel decisivo no funcionamento do banco KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau ou Instituto de Crédito para Reconstrução, em tradução livre), o banco de desenvolvimento alemão criado em 1948, no contexto do Plano Marshall. Naqvi, Henow e Chang (2018) demonstram como o KfW manteve-se sua relevância mesmo após a onda de liberalização financeira a partir dos anos 1980. Diante das restrições fiscais impostas sobre o *funding* do banco baseado em receitas governamentais, o KfW se voltou para a captação no mercado financeiro internacional. Para o sucesso dessa estratégia, o fator chave foi a garantia explícita concedida pelo governo alemão sobre os títulos de dívida emitidos e os empréstimos tomados pelo KfW. Isto é, os títulos do KfW possuíam a mesma segurança contra *default* que os títulos públicos do governo alemão. Dessa forma, o KfW conseguiu ampliar ao invés de retrain sua atuação na fase de liberalização financeira. Ou seja, o país desenvolvido, com moeda de curso internacional e classificação de risco de melhor nível, pôde se aproveitar da

globalização financeira para, com garantia integral do Estado alemão¹⁰, manter seu banco de desenvolvimento forte com capacidade de direcionar crédito para objetivos de política industrial. Como Chen (2019) mostra, a China passou a adotar esse mesmo modelo de garantia do governo para os títulos emitidos pelo China Development Bank (CDB). Segundo a autora, em 2015, 65% do passivo do CDB era formado por captação no mercado de capitais, por meio de leilões de títulos. As captações do CBD, contudo, são essencialmente no mercado financeiro local, ao contrário do que ocorre com o KfW.

Segundo Kholi (2012), o caso japonês, que Gerschenkron (1962) considera relevante e lamenta não tratar, aponta da mesma direção. A relevância do mercado de capitais no período anterior à Segunda Guerra Mundial era baixa; as emissões de ações se concentravam em algumas grandes empresas e as ações eram emitidas para a compra por alguns investidores milionários em acordos privados previamente estabelecidos; e o Banco Central detinha um papel chave na garantia de liquidez das ações. Além disso, dois bancos de desenvolvimento foram criados pelo governo japonês nas duas últimas décadas do século XIX para realizar financiamentos de longo prazo. No caso Francês, Monnet (2018) afirma que em 1973 a razão entre capitalização na bolsa de valores e PIB era a mesma de 1953. Nessas duas décadas de forte crescimento econômico e desenvolvimento industrial na França, a participação máxima do mercado de capitais no total de financiamento não foi mais que 10% (MONNET, 2018, p. 216). Em resumo, este conjunto de trabalhos mais recentes apontam na mesma direção da análise pioneira de Gerschenkron.

Apesar de terem objetivos distintos, existe uma inegável semelhança, aparentemente não registrada na literatura, entre a análise de Gerschenkron e a do marxista Rudolf Hilferding, publicada cinquenta e dois anos antes. Hilferding (1981, cap. 14), também tendo como principal objeto de investigação o caso alemão, propõe o conceito de “capital financeiro” definido como a associação direta entre capital industrial e capital bancário sob a liderança desse último. Como resultado, e nisso a análise de

¹⁰ No Artigo 1º da “Law Concerning Kreditanstalt für Wiederaufbau” lê-se: “The Federal Republic guarantees all obligations of KfW in respect of loans extended to and debt securities issued by KfW, fixed forward transactions or options entered into by KfW, and other credits extended to KfW as well as credits extended to third parties inasmuch as they are expressly guaranteed by KfW.”. Disponível em: <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Law-Concerning-KfW/KfW-Gesetz-DE-EN.pdf>

Gerschenkron e Hilferding é basicamente a mesma, a ascendência do capital bancário sobre o industrial significa que o primeiro, além de fonte de recursos, torna-se definidor da estratégia de crescimento da empresa industrial associada.

Hilferding mostra que a interação bancário-industrial decorre do desenvolvimento da concorrência entre os capitais industriais ocorrido a partir das últimas décadas do século XIX. Por um lado, as empresas industriais realizam um forte movimento de centralização de capital, isto é, fusões e aquisições, como estratégia concorrencial para ampliar o controle dos mercados em que atuam ou pretendem atuar. Este movimento expande a área de atuação dos bancos que passam a mobilizar recursos para financiar não somente a produção corrente, mas também a reestruturação de propriedade, tornando-os imprescindíveis para a concretização dos objetivos da grande empresa industrial. Por outro lado, os bancos realizam a sua própria centralização de modo a aumentar seu poder econômico para não se submeterem aos interesses da nova poderosa configuração das grandes empresas industriais. Nesta análise de Hilferding, nota-se claramente a abordagem de Marx sobre a natureza das relações de conflito e interdependência do setor financeiro e não financeiro no mercado de crédito.

Há nuances nessa análise de Hilferding que a diferencia da análise de Gerschenkron. Para este último autor, as empresas industriais alemãs ocupam uma posição mais passiva do interior da interação financeiro industrial. É o movimento estratégico dos bancos que determina o movimento do capital industrial. Hilferding, por outro lado, argumenta que há uma dinâmica própria da concorrência entre as grandes empresas que disputam os mercados em seus países sede e no exterior que as impele às fusões e aquisições. Este movimento atua como força gravitacional que atrai os bancos para mais próximo da indústria em um movimento também estratégico para, na disputa entre as frações do capital no sistema de crédito, imporem seus interesses na nova fase de expansão industrial alcançada ao final do século XIX.

Rocha (2013) retomando Marx também argumenta nesse sentido dado por Hilferding. Segundo Rocha (2013, p. 16), na análise de Marx é a concorrência entre as grandes empresas industriais que impõe o aumento das escalas de produção gerando assim a necessidade de maior volume de crédito à disposição da acumulação ampliada de capital. Então, a direção da forma assumida pela interação financeiro produtiva parte

das empresas industriais para o setor bancário. É a necessidade de mobilização de recursos financeiros em grande volume por parte das grandes empresas que atrai o setor bancário para se associar à Indústria com o objetivo de absorver uma fatia da expansão do capital industrial. Em Mazzuchelli (1985, p. 104) o sentido é o mesmo. Segundo este autor “o desenvolvimento do sistema de crédito e a expansão dos ‘mercados de valores’ estão, assim, intimamente associados ao processo de monopolização”. Ou seja, os bancos se associam aos capitais líderes do processo de acumulação, pois são atraídos pela perspectiva de elevação de seus próprios lucros.

Hilferding sugere um conjunto de vantagens para os bancos que justifica a associação destes ao capital industrial. Para Hilferding (1981, p. 224) um cartel ou truste de grandes empresas industriais tem maiores possibilidades de ampliação do volume de lucro, menor risco concorrencial e maior poder de aquisição de outras empresas. Desse modo, os bancos se interessam em se associar a essas empresas para participar das novas e ampliadas fontes de renda. Além disso, os investimentos dos grandes grupos industriais são mais garantidos em termos de retorno, portanto há melhores condições para os bancos ampliarem a oferta de crédito de longo prazo e assim captarem uma fatia dos lucros.

Além disso, Hilferding (1981, p. 223) explica que o truste de grandes empresas industriais também possui grande poder financeiro, por meio de lucros retidos. Assim, os bancos precisam adquirir uma elevada capacidade de mobilização de crédito para, na relação de interdependência e concorrência com as empresas, terem força econômica suficiente para imporem seus interesses, tornando-se imprescindíveis no financiamento dos planos de expansão industrial. Portanto, os bancos privados se associam às grandes empresas que já alcançaram um nível elevado de controle de mercados que torna esta associação de interesse dos bancos, tanto para garantir a extração de uma parcela dos lucros industriais, quanto para manter o controle dos grandes bancos sobre o mercado de crédito diante de empresas industriais com grande poder financeiro.

Essa seletividade do setor financeiro privado na associação com o setor industrial leva à questão de como conseguir orientar os bancos ao financiamento do desenvolvimento quando o cálculo econômico desses agentes não os direciona

naturalmente a esta função. O trabalho de Zysman (2018) e de outros autores, discutidos a seguir, contribui significativamente para tratar dessa questão.

3.2 A coordenação estatal da institucionalidade do mercado de crédito no pós 2ª Guerra

Zysman (2018) analisa os casos de Inglaterra, França, EUA, Japão e Alemanha a respeito da participação do sistema financeiro no objetivo dos países em impulsionar o desenvolvimento industrial no período do pós 2ª Guerra. Na abordagem de Zysman, mercado e Estado são indissociáveis do objeto em análise. Sobre isso o autor ainda acrescenta que “the role of government, the significant markets, the mechanisms by which prices are fixed, and the links between finance and industry seem interconnected. Each grouping forms a system” (ZYSMAN, 2018, p. 70).

O autor estabelece três dimensões para se classificar sistemas financeiros nacionais: 1) se baseado no mercado de capitais ou no crédito bancário; 2) tipo de formação de preços; e 3) papel desempenhado pelo governo, seus objetivos e instrumentos (ZYSMAN, 2018, p. 69). A partir dessas dimensões, Zysman propõe sua conhecida tipologia de sistemas financeiros: 1) *market-based*; 2) *credit-based* de tipo 1 (coordenado pelo governo); e 3) *credit-based* de tipo 2 (dominado por instituições financeiras privadas).

Sinteticamente, no primeiro tipo de sistema financeiro o mercado de ações e títulos privados fornecem o financiamento de longo prazo e os bancos fundamentalmente fazem empréstimos de curto prazo; os preços são determinados em condições competitivas; bancos e indústrias não possuem uma relação direta estreita; e o Estado tem poucos instrumentos para influenciar a alocação dos recursos do sistema financeiro. No segundo tipo, o Estado intervém setorialmente para alcançar determinado resultado em termos de desenvolvimento industrial; o mercado de capitais é pouco relevante; crédito bancário é crucial para o financiamento; governo fornece apoio à política de crédito dos bancos e influência na formação dos preços; a relação entre governo e empresas torna-se parte do sistema financeiro de modo a gerar uma diminuição das fronteiras entre público e privado. No terceiro tipo, os preços são determinados pelo mercado condicionado pelo poder de mercado das instituições

financeiras privadas; Estado atua em negociação com setor financeiro privado para atingir objetivos de alocação do crédito.

A partir deste esquema analítico, o argumento central desenvolvido pelo autor - menos difundido que a tipologia em si - é o seguinte: a estrutura do sistema financeiro nacional condiciona as relações que se estabelecem entre bancos, empresas e governos; e, assim, condiciona os instrumentos e objetivos políticos de desenvolvimento industrial e a forma dos conflitos políticos. Portanto, a coordenação estatal do sistema financeiro é condição necessária para o sucesso das estratégias nacionais de modernização industrial. Essa abordagem de Zysman ressurgue na literatura contemporânea, como se vê pela seguinte afirmação de autores influentes na pesquisa sobre os sistemas financeiros na atualidade: “Critical macrofinance scholarship is premised on the idea that the state’s policychoices are shaped and constrained by money and credit as the core institutions of capitalism” (GABOR e BRAUN, 2025).

A conclusão principal aqui extraída do trabalho de Zysman é que a associação do sistema financeiro com o financiamento do desenvolvimento dependeu da construção pelo Estado de uma institucionalidade que impelia os bancos a essa associação sob a necessidade de rápida modernização no pós-Guerra. Zysman não poderia ser mais enfático quando afirma que “selective credit allocation is the single discretion necessary to all state-led industrial strategies” (ZYSMAN, 2018, p. 76).

Um primeiro motivo que torna necessária a coordenação estatal das interações entre setor financeiro e industrial são características do financiamento de longo prazo. Tomar empréstimo de longo prazo significa para a empresa não financeira ampliar a interferência dos bancos nos assuntos internos como condição de efetivar o empréstimo. Para o banco há o risco de descasamento entre o retorno do empréstimo de longo prazo e as retiradas realizadas pelos depositantes dos bancos no curto prazo, o que pode afetar a capacidade do banco de continuar emprestando ou mesmo levá-lo à falência (ZYSMAN, 2018, p. 62).

Em segundo lugar, Zysman acrescenta que para realizar empréstimos de longo prazo os bancos devem ser capazes de avaliar a empresa demandante para além do curto prazo. Precisam avaliar a posição competitiva da empresa no setor de atividade no

presente e a perspectiva para esta posição no futuro (ZYSMAN, 2018, p. 194-5). Esta necessidade decorre de que a fonte de recursos para pagamento do empréstimo será o fluxo futuro de lucro, o que dependerá do sucesso da aposta de investimento da empresa.

Vitols (1995), fazendo uma análise comparativa entre a Inglaterra e a Alemanha sobre suas estruturas de financiamento industrial, trata desse ponto ao reforçar a especificidade do financiamento à indústria, marcada por maior dificuldade de mensurar o risco. Segundo o autor, as técnicas padronizadas para a concessão de crédito não se aplicam ao financiamento industrial de longo prazo. Assim como Zysman, o autor afirma que “the judgement of risk is dependent upon a fine sense of the character of a company's management and the environment within which the company operates” (VITOLS, 1995). Ele remete ao fato citado por gerentes bancários de que são necessários muitos anos para se desenvolver a capacidade de avaliação desse tipo de empréstimos.

Aghion (1993) fornece uma demonstração para o caso francês de como a capacidade de operar empréstimos de longo prazo precisa ser desenvolvida, não sendo espontaneamente existente no sistema bancário. Esta autora analisa o caso do Crédit National of France, banco criado em 1919 com o propósito de contribuir na reconstrução da França no pós IGM. Especialmente após a IIGM, este banco recebe apoio governamental para se tornar um banco de desenvolvimento voltado ao financiamento industrial. Entre as exigências feitas pelo governo francês para garantir privilégios para o banco estava a realização de empréstimos de longo prazo para empresas industriais privadas. Foram essas exigências que forçaram o banco a desenvolver a *expertise* e a engenharia financeira necessárias. Ademais, foi construído um esquema de financiamento conjunto entre o Crédit National e os bancos comerciais que contribuiu para disseminar no setor bancário a experiência em gerir empréstimos de longo prazo para o setor industrial.

Em suma, o Estado tem um papel chave em garantir a estrutura de financiamento nos países de desenvolvimento tardio, porque a dependência de empréstimos de longo prazo gera novos e maiores riscos para bancos e empresas (ZYSMAN, 2018, p. 63). E esses empréstimos são imprescindíveis em uma situação de rápido crescimento em

que os fundos retidos¹¹ pelas empresas não financeiras são insuficientes para realizar a ampliação de capacidade instalada necessária.

Um terceiro motivo para a necessária coordenação estatal é a desigualdade de poder econômico entre empresas financeiras e industriais no mercado de crédito, justamente conforme a abordagem marxista. Zysman afirma que a “allocation of funds in markets dominated by financial actors gives those with market power the ability to make discretionary choices about whom to lend to and on what terms” (ZYSMAN, 2018, p. 68). Bancos com maior poder sobre o mercado de crédito, e dado os maiores riscos associados ao financiamento do investimento, terão condições e motivo para direcionar as regras do jogo no mercado de crédito a favor de seus próprios cálculos de rentabilidade, elevando assim a distância entre o resultado espontâneo do mercado e as necessidades de desenvolvimento dos países.

Nesse aspecto, Wade (1985), baseando-se em abordagem similar à de Zysman (credit-based vs market-based financial system) e analisando o processo de industrialização do leste asiático, mostra como em Taiwan o governo atuou até meados da década de 1970 para limitar o desenvolvimento do setor financeiro não bancário de modo a não concorrer com o sistema bancário e não distorcer a alocação de crédito de acordo com os objetivos de desenvolvimento industrial. Do mesmo modo, Amsden (1989) demonstra para o caso da Coreia do Sul o papel da discricionariedade do Estado na alocação do crédito de acordo com as prioridades da industrialização, inclusive para permitir o crescimento de empresas para se tornarem líderes setoriais (AMSDEN, 1989, p. 73).

Zysman apresenta uma investigação exaustiva dos mecanismos estatais em cada país para dirigir o crédito privado e colocá-lo à disposição dos objetivos nacionais de modernização industrial. Estes mecanismos passam em especial pelo arranjo do Poder Executivo para retirar obstáculos burocráticos à influência direta sobre os setores industrial e financeiro; estatizações de empresas e bancos; criação de instituições financeiras semi-estatais; e controle direto sobre a taxa de juros. Mas o

¹¹ Vale registrar a informação trazida por Quennouëlle-Corre (2005) que na França durante os anos 1950 e 1960, as autoridades governamentais tinham preocupação com a elevação do autofinanciamento das empresas por conta do potencial inflacionário e de crescimento descoordenado do investimento deste tipo de financiamento. O financiamento via sistema bancário era preferível, pois estava sob coordenação estatal, logo o governo poderia influenciar o ritmo e a direção das decisões de investimento.

fundamental é frisar o fato cabal de que nos países em que a industrialização foi um objetivo político, o Estado teve que impelir o setor financeiro privado a financiar o desenvolvimento, retirando as decisões de alocação do crédito, taxa de juros e condições dos empréstimos, do controle exclusivo dos mecanismos de mercado. Ou seja, para o Estado impactar a estrutura industrial e assim dirigir o desenvolvimento foi indispensável exercer o poder de coordenar o sistema de crédito.

Especificamente, vale registrar uma característica dessa coordenação estatal das interações financeiro-produtivas. O papel dos bancos centrais diferia consideravelmente entre os países com sistemas financeiros *market-based* ou *credit-based*. Nos EUA e Inglaterra, os bancos centrais desempenhavam funções de estabilização dos mercados, atuando via manipulação de agregados monetários. Os instrumentos do governo sobre a alocação de crédito eram via aumento ou diminuição da liquidez com a manipulação das reversas obrigatórias e operação de mercado aberto com títulos públicos, ou seja, são instrumentos indiretos e que mantém a decisão de alocação de empréstimos com os bancos privados (ZYSMAN, 2018, p. 198).

Já na França e Japão, sobretudo, os bancos centrais possuíam objetivos de indução do crédito na direção dada pela política industrial nacional. Bancos privados tinham acesso direto aos fundos do Banco Central de modo a incentivar o financiamento do investimento dos setores selecionados (ZYSMAN, 2018, p. 68). Por exemplo, nesses dois países o Banco Central descontava os títulos de dívidas de empréstimos de longo prazo realizado pelos bancos privados, ou seja, tornava líquidos os títulos de maturidades mais longas, diminuindo assim os riscos associado ao descasamento de maturidades entre captação e empréstimos dos bancos. O governo decidia quais tipos de empréstimos teriam acesso a esse mecanismo, assim dirigindo a alocação setorial de crédito (ZYSMAN, 2018, p. 69).

Em relação ao caso francês especificamente, Monnet (2018) acrescenta que o desconto pelo Banco Central de uma nota de um banco referente a um empréstimo de longo ou médio prazo, tornava, na prática, o Banco Central o prestador final. Essa característica da institucionalidade do mercado de crédito francês no pós-Guerra era inclusive reconhecida no modo de computar as estatísticas de empréstimos

divulgada pelo Conselho Nacional do Crédito (CNC) que registrava o Banco Central como o prestador nestes casos (MONNET, 2018, p. 219).

Já Yasuda (1993) mostra para o caso do Japão no pós IIGM que o Industrial Bank of Japan (IBJ) e outras instituições bancárias privadas de crédito de longo prazo emitiam títulos de dívida cujos juros eram vinculados à taxa estabelecida pelo Banco Central japonês, de modo que este banco em última instância controlava os juros dos títulos daqueles bancos. Além disso, o banco central japonês aceitava os títulos emitidos por aqueles bancos como colateral para os empréstimos junto ao Banco Central, o que significava que os títulos emitidos por aqueles bancos tinham uma garantia adicional de solvência, logo eram mais atrativos para os compradores.

Os estudos históricos analisados, em especial o de Zysman, reforçam a abordagem geral de Marx e Keynes sobre o papel imprescindível do sistema de crédito para a acumulação de capital. Em específico, no caso de Keynes, o estudo de Zysman também corrobora a importância de mecanismos que promovam a oferta de crédito de longo prazo, porém não vincula essa função a um tipo específico de instituição, seja bancos ou mercado de capitais, como sugerido na abordagem keynesiana. Allen *et al* (2010), reforçam essa percepção ao mostrarem que bancos e mercado de capitais tiveram papéis e pesos distintos entre os países, mas a participação dos bancos, ainda que com funções distintas, foi generalizada, e era a regra em todos os países, enquanto a presença do mercado de capitais apresentava maiores diferenças entre os países, com relevância mais restrita em termos de períodos, setores e importância quantitativa para o financiamento. Por fim, o trabalho de Zysman ilumina consideravelmente a abordagem marxista de que os determinantes da concorrência no mercado de crédito e a correspondente distribuição relativa de forças entre empresas financeiras e não financeiras dependem da constituição da institucionalidade que rege este mercado e condiciona a ação dos agentes.

3.3 Conclusões

Este capítulo possibilitou preencher a teoria discutida no capítulo anterior com a experiência histórica do desenvolvimento dos países. A abordagem keynesiana e, sobretudo, a marxista, se mostraram congruentes com a história concreta das interações financeiro-produtivas. Em síntese, conclui-se que envolvimento do setor

financeiro no financiamento da acumulação de capital ocorreu quando os bancos foram atraídos por esta direção, seja para se apropriar dos ganhos decorrentes da expansão e concentração do setor industrial ou quando o Estado coordenou as interações nessa direção.

A regra da experiência histórica é que, ainda que de formas diferentes, a redução da autonomia dos agentes financeiros privados em sua ação no mercado de crédito e o respectivo aumento da coordenação pública deste mercado foi condição necessária para que as interações financeiro produtivas assumissem as formas necessárias para o desenvolvimento industrial na grande maioria dos países. Viu-se que mesmo no caso clássico alemão em que o envolvimento dos agentes financeiros privados no financiamento de longo prazo é notável, a ação estatal buscou inibir que o mercado financeiro se desviasse deste objetivo, por exemplo, ao restringir a importância do mercado de capitais para evitar crescimento da especulação financeira.

De posse do referencial teórico construído e tendo sido realizado o percurso histórico, o capítulo seguinte apresenta um exercício econométrico que busca explorar essa abordagem até aqui apresentada. O objetivo é captar possíveis padrões que indiquem aproximações entre o nível teórico, mais abstrato e generalizante, e o nível dos dados atuais, mais circunscritos no espaço e no tempo; e também contrastar com a literatura neoclássica desenvolvida nesse tema nas últimas décadas.

4 EXERCÍCIO EMPÍRICO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE PODER DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL

4.1 As mudanças na literatura empírica neoclássica sobre a relação entre setor financeiro e crescimento econômico

Antes da análise do modelo empírico, nesta seção é realizado um resgate da evolução da literatura empírica neoclássica sobre a relação entre setor financeiro e crescimento econômico. Trata-se de uma apresentação do arco histórico dessa literatura e não de seus pormenores. Isso é relevante para situar o exercício empírico realizado a seguir. Em suma, é mostrado que mesmo no campo neoclássico a hipótese de que o setor financeiro possui uma correlação positiva inequívoca com o crescimento econômico foi abandonada na última década.

Desde as crises dos anos 1970 até a crise financeira global de 2007-2008, a literatura do campo neoclássico apresentou grande convergência em torno da afirmação de que mais desenvolvimento financeiro leva a mais crescimento econômico. Desenvolvimento financeiro sendo entendido como liberalização do setor financeiro nesta literatura. Os trabalhos de Goldsmith (1969), McKinnon (1973) e Shaw (1973), pioneiros nessa literatura, tinham como foco a crítica à regulação do setor financeiro que prevaleceu desde o pós II Guerra Mundial e argumentavam que o fim da chamada “repressão financeira” seria benéfico para o crescimento. O outro marco importante dessa literatura são os trabalhos da primeira metade dos anos 1990 como os de Greenwood e Jovanovic (1990), Bencivenga e Smith (1991) e King e Levine (1993)¹². Estes autores inauguram uma fase de uma série de trabalhos empíricos que encontram evidências de que o setor financeiro possui impacto significativo e positivo sobre o crescimento econômico dos países, gerando, portanto, a recomendação de que os governos deveriam perseguir a liberalização financeira como instrumento de promoção do crescimento.

Nessa fase poucos trabalhos apresentavam direções diferentes dessa. Um exemplo importante é o trabalho de Ram (1999). Este autor utiliza a razão entre “passivos líquidos” e PIB como variável *proxy* de desenvolvimento financeiro dos países

¹² Ver Ang (2008) para uma lista dos principais trabalhos realizados entre 1969 a 2005 sobre a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento.

(denominada de “DEPTH”), mesmo indicador utilizado amplamente pela literatura da época que encontrava uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento (medido como crescimento do PIB real *per capita*). A amostra de 95 países no período 1960-1989 utilizada por Ram também é semelhante à utilizada na literatura.

Ram (1999) encontra uma correlação positiva na estimação agregada *cross-country* entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Porém, o quadro é diferente quando se observa a correlação entre as duas variáveis em cada país individualmente. Dos 95 países, 39 apresentam correlação positiva entre a variável de desenvolvimento financeiro e a variável de crescimento econômico, sendo estatisticamente significativa em 9; e 56 apresentam correlação negativa entre as variáveis, sendo estatisticamente significativa em 16. A média dos coeficientes de correlação individuais de cada país é -0,06, isto é, virtualmente insignificante. Em conclusão, o autor sugere que há forte heterogeneidade entre os países no que diz respeito à correlação entre as duas variáveis, de modo que a correlação positiva encontrada nas estimações *cross-country* predominante utilizadas, como em Levine (1993, 1997), é possivelmente um “artifact and probably reflects something other than the 'effect' of DEPTH on growth. (RAM, 1999)”.

Ainda nesse período, há também os trabalhos de Stiglitz que destoavam da visão dominante segundo a qual quanto mais desenvolvimento (desregulação) financeiro, melhor para o crescimento econômico. Em Stiglitz (1993), o ponto de partida é que as falhas de mercado são destacadamente mais presentes nos mercados financeiros em comparação com outros mercados, de modo que a intervenção estatal nestes mercados é indispensável para alcançar uma boa performance econômica geral. Mais precisamente, Stiglitz (1993) confronta diretamente o argumento de que a “repressão financeira” (entendida como teto determinado pelo governo para a taxa de juros cobrada pelos bancos) prejudica a alocação de crédito e, portanto, o crescimento. A regulação da taxa de juros, segundo Stiglitz, ampliaria a qualidade dos tomadores de empréstimos e reduziria o custo de financiamento, liberando mais capital próprio para investimento. Para o autor, que escrevia no auge da expansão neoliberal, o “ideological commitment to liberalization of financial markets” (STIGLITZ, 1993) não é

um bom guia para a formulação de políticas para o setor financeiro nos países desenvolvidos.

Mas é a partir dos anos 2000 e particularmente após a crise financeira global de 2007-2008 que um ramo de investigação parcialmente alternativo ao dominante começou a tomar forma no campo neoclássico sobre a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento, que pode ser sintetizada sob a denominação de “too much finance literature” ou “threshold analysis”. O argumento central dos trabalhos empíricos dessa literatura é que existe uma relação não linear entre desenvolvimento financeiro e crescimento. Em geral, os trabalhos buscam mostrar evidências de que a partir de certo ponto, o desenvolvimento financeiro passa a apresentar uma correlação negativa com o crescimento ou que o impacto positivo do desenvolvimento financeiro depende do nível de desenvolvimento do país.

Os trabalhos de Xu (2000) e Deidda e Fattouh (2002), por exemplo, encontraram evidências de que países de renda baixa ou média baixa possuem relação negativa entre desenvolvimento financeiro e crescimento. Xu (2000) utiliza uma amostra de países africanos e aplica vetores autoregressivos (VAR). Deidda e Fattouh (2002) utilizam a mesma amostra de 119 países utilizada por King e Levine (1993) e não encontram significância do indicador de desenvolvimento financeiro utilizado (“liquid liabilities to Gross Domestic Product (GDP)”) sobre o crescimento entre os países de baixa renda, mas encontram relação significativa e positiva para os países de alta renda.

Já em Cecchetti e Kharroubi (2012), artigo publicado no âmbito do BIS (Bank for International Settlements), tem-se o primeiro de uma série de trabalhos empíricos que trazem evidências da existência de uma curva em U invertido para a relação entre desenvolvimento financeiro e desenvolvimento. Os autores utilizam uma amostra de 50 países desenvolvidos e emergentes para o intervalo de tempo entre 1980 e 2009 e aplicam estimação de dados em painel. As conclusões são robustas em termos de encontrarem um limite após o qual o desenvolvimento financeiro – medido como volume de crédito sobre PIB e parcela do setor financeiro no emprego total – passa a apresentar correlação negativa com o crescimento da produtividade.

Em Law e Singh (2014) novas evidências são adicionadas à existência do limite após o qual o desenvolvimento financeiro é prejudicial ao crescimento¹³. Estes autores também encontram uma relação não linear em uma estimação pelo método GMM com dados de 87 países para o período 1980 a 2010. O resultado da estimação realizada indica que quando o indicador de desenvolvimento financeiro supera 88%, 91% ou 99% do PIB, - a depender de qual indicador de desenvolvimento financeiro é utilizado - sua contribuição ao crescimento passa a ser negativa. A conclusão que buscam sustentar é que mais desenvolvimento financeiro não é sempre bom para o crescimento econômico. Outro artigo influente nessa literatura é Arcand, Berkes e Panizza (2015). Estes autores também encontram um limite entre 80 e 120% do PIB em que o aumento do crédito ao setor privado passa a ter impacto negativo e significativo sobre o crescimento econômico. Os autores, porém, fazem a ressalva de que os resultados por eles encontrados podem na verdade indicar que o *tipo* errado de setor financeiro é ruim e não seu *tamanho*, isto é, a partir de certos níveis de renda pode ser mais relevante para um país desenvolver o mercado de capitais que ampliar a oferta de crédito bancário. Em que pese essa ressalva, esse trabalho também contribui para relativizar as conclusões da literatura anteriormente dominante e, em particular, indiretamente reacendem a discussão sobre sistema financeiro baseado em bancos ou em mercado financeiro.

Por fim, no âmbito do FMI, o trabalho de Sahay *et al.* (2015) também reforça as evidências da literatura “too much finance”. A conclusão principal, a partir de uma amostra de 128 países para o período de 1980 a 2013, é que ao longo do processo de desenvolvimento financeiro o efeito positivo sobre o crescimento econômico, inicialmente observado, se enfraquece e eventualmente se torna negativo. Neste trabalho é utilizado um indicador de desenvolvimento financeiro que é composto por seis dimensões, o que o torna menos unilateral que os tradicionalmente utilizados¹⁴. O indicador varia de 0 a 1. Os autores encontram que o ponto em que o impacto do setor financeiro sobre o crescimento se torna negativo está entre 0,4 e 0,7. Contudo,

¹³ Os autores também trazem um tabela com os principais trabalhos sobre a não linearidade da relação entre finanças e crescimento.

¹⁴ Ver GIOVANNINI, IACOPETTA e MINETTI (2013) para uma resenha dos indicadores utilizados na literatura como medida de desenvolvimento financeiro.

chamam a atenção que esse ponto pode variar entre os países a depender do nível de renda, instituições e qualidade regulatória. Não corroboram, contudo, as evidências encontradas em outros estudos de que somente o nível de desenvolvimento (países avançados ou emergentes) seja suficiente para diferenciar os efeitos do desenvolvimento financeiro sobre o crescimento.

A literatura neoclássica sobre a relação entre setor financeiro e crescimento passou, portanto, por duas fases distintas. A primeira fase foi marcada pela forte convergência em torno da hipótese de que o aprofundamento dos mercados financeiros tinha uma relação inequivocamente positiva com o crescimento econômico. Essa literatura foi importante como sustentação teórica para os processos de liberalização financeira que se difundiram no mundo a partir dos anos 1990, mimetizando o que ocorria desde a década anterior nos EUA. A segunda e atual fase é marcada pela relativização dessa hipótese. Por diferentes caminhos, essa vertente da literatura acumula evidências de que o desenvolvimento financeiro, sob certas condições, apresenta uma correlação negativa com o crescimento. Vale mencionar que os resultados dessa vertente representam uma aproximação - nos marcos do paradigma neoclássico - com a literatura heterodoxa que aponta os efeitos negativos sobre o crescimento do que ficou conhecido como “financeirização”.

A investigação crítica da relação entre setor financeiro e crescimento pode, contudo, ir além da relativização parcial realizada na segunda fase descrita acima. O presente capítulo contribui para essa crítica ao apresentar uma estimativa empírica partindo de outra problemática teórica, construída nos capítulos anteriores, e, portanto, propondo outro foco, derivado dessa problemática teórica alternativa e não explorada no campo neoclássico, relacionado à natureza conflitiva da relação entre setor financeiro e setor não financeiro da economia.

4.2 Relação entre poder das instituições financeiras sobre o mercado de crédito e acumulação de capital dos países

4.2.1 Base de dados, especificação dos modelos e método econométrico

Antes de passar ao detalhamento das variáveis e especificação dos modelos econométricos, apresenta-se a proposta geral da investigação empírica. Como variável dependente é utilizado o crescimento do estoque de capital dos países, como

proxy da acumulação de capital, e não o PIB, como em geral ocorre na literatura neoclássica. Será investigada a relação desta variável com o poder das instituições financeiras de condicionar o sistema de crédito a seu favor. Para representar empiricamente esta noção teórica, e diante da disponibilidade de informações, é proposto utilizar duas variáveis. A primeira é a margem de *spread* bancário e a segunda é a relevância do mercado de capitais no sistema de crédito em cada país. Esse exercício, portanto, também contribui para a literatura ao incluir medidas tanto do setor bancário e quanto do mercado de capitais. Além disso, como a questão de fundo é sobre o poder do setor financeiro em condicionar o mercado de crédito, e não sobre o desenvolvimento do setor financeiro, o *spread* bancário é uma medida mais adequada do que o volume de operações financeiras, como ocorre na literatura neoclássica.

A amostra utilizada na primeira estimação é composta por 65 países, incluindo todos os membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), sendo 41 classificados como renda alta, e 24 como renda média alta ou média baixa, segundo critério do FMI¹⁵. Ou seja, é um conjunto majoritariamente de países desenvolvidos de alta renda. Na literatura neoclássica pós-crise de 2008, a investigação segmentada de um grupo de países desenvolvidos, por um lado, e subdesenvolvidos, por outro, é um ponto relevante. A especificação do modelo de dados em painel utilizado para essa amostra é a seguinte:

$$gk_{it} = \alpha_0 + \delta gk_{i,t-1} + \beta_1 SM_{it} + \beta_2 BC_{it} + \beta_3 FME_{it} + \beta_4 GDP_{i,t-1} + \beta_5 TT_{it} + \mu_i \quad (1) \\ + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

Onde:

gk = crescimento do estoque de capital

α_0 = intercepto

SM = margem de spread bancário

BC = concentração bancária

FME = importância do mercado de capitais

GDP = crescimento do PIB

TT = Termos de troca

¹⁵ A lista dos países que compõem as amostras pode ser consultada no Apêndice A.

Os termos μ e τ indicam respectivamente, os efeitos fixos das unidades do painel (países) e os efeitos fixos de tempo. O termo ε representa o erro aleatório e os subscritos i e t representam respectivamente as unidades do painel e o período de tempo. Note que a defasagem da variável dependente foi inserida como regressor, pois espera-se que o crescimento do estoque de capital de um período anterior impacte o crescimento no período atual. Este é, portanto, um modelo de painel dinâmico, o que requer metodologia adequada para lidar com esta especificação, o que será discutido oportunamente. O Quadro 1 a seguir apresenta as definições e fontes das variáveis. As estatísticas descritivas das variáveis são apresentadas no Apêndice B.

Além das variáveis explicativas de interesse SM e FME_{it} , foram acrescentadas variáveis de controle de modo que o termo de erro não contenha variáveis relevantes para explicar a variável dependente e que possivelmente sejam correlacionadas com as variáveis de interesse, evitando assim problemas de viés de variável omitida. Sugere-se que a concentração bancária possua uma relação com a margem de *spread* bancário, uma vez que a concentração eleva o poder de mercado dos bancos em relação às empresas demandantes de crédito. Sugere-se também que o crescimento do PIB de um período anterior, além de impactar o crescimento do estoque de capital no período presente, também impacte a margem de *spread* bancário via aumento da demanda das empresas por crédito e também impacte a dinâmica do mercado de capitais em termos de volume de transações. Por fim, os termos de troca foram inseridos na especificação do modelo como um controle das características estruturais dos países no mercado internacional de modo a captar possíveis diferenças entre esses países que impactem as variáveis independentes de interesse. O intervalo de tempo neste modelo é de 2000 a 2018.

Quadro 1 - Variáveis utilizadas, definições e fonte dos dados

Nome da Variável	Definição	Fonte
Crescimento do estoque de capital	Variação anual do estoque de capital a preços nacionais constantes de 2017. O estoque de capital é mensurado a partir de dados de investimento distribuídos em 4 ativos: estruturas, máquinas, equipamentos de transporte e outros ativos.	Penn World ¹⁶ Table
Margem de spread bancário	Diferença entre a taxa de juros cobrada pelos bancos em empréstimos a clientes do setor privado e a taxa de juros paga pelos bancos comerciais ou similares por depósitos à vista, a prazo ou de poupança.	FMI
Concentração bancária	Ativos dos cinco maiores bancos comerciais em proporção do total de ativos bancários comerciais.	Banco Mundial
Importância do mercado de capitais	Índice que contém três dimensões do mercado de capitais: profundidade (capitalização do mercado de ações e títulos de dívidas em relação ao PIB), acesso (participação de empresas a fora as 10 maiores e número de emitentes de dívidas) e eficiência (ações negociadas em relação à capitalização).	FMI ¹⁷
Crescimento do PIB	Variação anual do PIB real per capita a preços nacionais constantes de 2017.	Penn World Table
Termos de troca	Razão dos índices de preços das exportações e importações	Penn World Table
Participação dos bancos estrangeiros na posse dos ativos financeiros domésticos	Percentual do total de ativos bancários detidos por bancos estrangeiros (estrangeiros detêm 50% ou mais de suas ações).	Banco Mundial
Participação dos bancos públicos na posse dos ativos financeiros domésticos	Porcentagem dos ativos bancários detidos por bancos controlados pelo governo (governo detém 50% ou mais de ações).	Banco Mundial

Fonte: Elaboração própria

O Método utilizado para estimar os coeficientes das variáveis independentes foi o Método de Momentos Generalizado (GMM), proposto por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). A escolha por esse método de estimação deve-se a dois motivos: o controle dos efeitos fixos não observados das unidades do painel e de tempo e o controle do viés de endogeneidade, isto é causalidade reversa, entre as variáveis independentes e a variável dependente. O controle da endogeneidade favorece o poder explicativo do modelo por permitir, por exemplo, a inclusão da variável dependente defasada como regressor, o que é importante para um modelo que possui a variável e crescimento do estoque de capital como variável dependente.

¹⁶ Para mais informações sobre a construção das variáveis da base de dados Penn World Table ver Feenstra, Inklaar e Timmer (2015) e também acessar www.ggd.net/pwt.

¹⁷ Para mais detalhes sobre a variável importância do mercado de capitais ver Sviryzdenka (2016).

O controle do viés de endogeneidade devido à causalidade reversa também é importante de ser controlado nestes modelos devido à relação entre a variável dependente e as variáveis de interesse. O crescimento da demanda por ativos de capital amplia a demanda das empresas não financeiras por capital de terceiros de modo a financiar as decisões de investimento, que por fim elevará o estoque de capital. Portanto, tanto a margem de *spread* bancário quanto o volume de transações no mercado de capitais podem ser positivamente impactados pela variável dependente. Conclui-se, portanto, que a estimação por GMM é a mais adequada para a presente investigação.

Seguindo Blundell e Bond (1998), o método GMM controla os efeitos fixos não observados das unidades e de tempo e o viés de endogeneidade por meio da utilização das regressões em primeira diferença e de variáveis instrumentais. Os instrumentos são obtidos a partir da própria amostra por meio da utilização de valores defasados das variáveis (dependente e explicativas) em nível como instrumentos. O método GMM-System, especificamente, utilizado neste trabalho, acrescenta mais um conjunto de instrumentos com as diferenças defasadas para instrumentalizar as variáveis endógenas em nível. Esse procedimento tem objetivo de superar as limitações da matriz de instrumentos do estimador GMM-Difference (ARELLANO e BOND, 1991).

Dada sua estrutura, dois critérios devem ser respeitados para se garantir a validade dos estimadores de GMM: 1) que os instrumentos sejam estritamente exógenos e que 2) não haja autocorrelação serial de segunda ordem (AR2) do termo de erro. O primeiro critério garante a validade dos instrumentos e é averiguado pelo teste de Hansen, cuja hipótese nula é que a matriz de instrumentos utilizada é válida. Busca-se, portanto, não rejeitar a hipótese nula.

Ocorre que um critério adicional deve ser acrescentado quando se analisa o teste de Hansen, pois esta estatística de teste é sensível ao aumento demasiado do número de instrumentos gerados pelo modelo, de modo que pode-se obter uma estatística de teste que não rejeite a hipótese nula, porém que não esteja efetivamente captando a validade da matriz de instrumentos e sim sendo impactada pelo alto número de instrumentos gerados. Portanto, ainda que não se tenha um critério preciso para lidar

com esta questão, é comumente utilizada a regra sugerida por Roodman (2009) de que o número de instrumentos não ultrapasse o número de unidades do painel.

O segundo critério a ser respeitado, quanto à ausência de correlação serial de segunda ordem, é aferido pelo teste Arellano e Bond para AR2 em primeira diferença. Este teste possui como hipótese nula a ausência de autocorrelação serial de segunda ordem. Portanto, como no teste de Hansen, busca-se a não rejeição da hipótese nula.

4.2.2 Resultados

Antes, de realizar as estimações por grupo de países, é apresentada a estimação para a amostra que contém todos os países, afim de captar se emergem diferenças nos resultados quando a amostra agregada é segmentada. A Tabela 1 apresenta o resultado da estimação do modelo considerando a amostra agregada. O período de tempo utilizado é de 2011 a 2016 devido à disponibilidade de dados de algumas variáveis, como feito também na estimação com a amostra de países emergentes mais adiante. O modelo da coluna (3) é o que contém todas as variáveis consideradas nessa estimação. Para evitar uma redução ainda maior da amostra, as variáveis não foram convertidas para logaritmo - o que permitiria uma interpretação quantitativa mais intuitiva dos efeitos. Por isso, a interpretação dos coeficientes deve ser feita somente em relação ao sinal (se negativo ou positivo).

O resultado dessa estimação não traz indicação de uma correlação significativa entre as variáveis *proxies* da força relativa do setor financeiro (margem de *spread* bancário e importância do mercado de capitais) sobre a acumulação de capital, seja ela positiva ou negativa. Mesmo variando as especificações de parâmetros típicas de um modelo GMM (defasagem dos regressores individualmente, estrutura de defasagens das variáveis endógenas e classificação das variáveis entre endógenas e exógenas) essa correlação não emerge nos resultados.

Tabela 1. Resultados das estimativas por GMM-System para 117 países, 2011-2016

	(1)	(2)	(3)
Crescimento do estoque de capital, defasado	1.0167*** (0.18)	0.8034*** (0.13)	0.8048*** (0.11)
Crescimento do PIB, defasado	0.1118* (0.06)	0.1341 (0.09)	0.1339 (0.09)
Margem de spread bancário, defasado	0.0086 (0.04)	-0.0123 (0.05)	-0.0070 (0.05)
Participação de bancos estrangeiros nos ativos financeiros		-0.0048* (0.00)	-0.0060** (0.00)
Participação de bancos públicos nos ativos financeiros		-0.0024 (0.01)	-0.0032 (0.01)
Termos de troca			0.1864 (1.02)
Importância do mercado de capitais			-0.2684 (0.27)
Constante	-0.5349 (0.74)	0.6914 (0.58)	0.5999 (1.11)
Observações	303	239	239
Instrumentos	14	16	18
Teste Arellano-Bond para AR(2) em primeira diferença (p-valor)	0.5486	0.8038	0.7914
Teste de Hansen de validade conjunta dos instrumentos (p-valor)	0.5444	0.5655	0.5674

Fonte: Elaboração própria

Nota: Erro padrão entre parênteses. Nível de significância: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Além da variável dependente defasada incluída como regressor (com coeficiente positivo como esperado), somente o coeficiente da variável Participação de bancos estrangeiros nos ativos financeiros mostrou-se significativo e negativo, e consistente com diferentes escolhas de especificações de parâmetros. Esse resultado é, assim, uma primeira indicação de uma correlação negativa entre uma característica do setor bancário dos países e a acumulação de capital. Essa variável será mais discutida mais adiante a partir dos resultados da estimação com a amostra de países emergentes. O passo seguinte são as estimações com a segmentação da amostra agregada.

A Tabela 2 a seguir apresenta os resultados das estimações do modelo da equação 1, cuja amostra é majoritariamente composta por países desenvolvidos de alta renda. A especificação que corresponde exatamente à equação 1 está na coluna (3). Os resultados das colunas (1) e (2) são apresentadas somente com o propósito de checar a robustez dos resultados do modelo completo por meio da inclusão paulatina das variáveis de controle e, portanto, não serão analisados.

Os resultados da estimação da equação 1, apresentados na coluna (3), indicam que entre a margem de *spread* bancário e a importância do mercado de capitais, as duas variáveis de interesse, a segunda possui correlação significativa e negativa com o crescimento do estoque de capital. Esse mesmo resultado também é encontrado dos coeficientes das colunas (1) e (2), reforçando o sentido da correlação encontrada.

Tabela 2 - Resultados das estimativas por GMM-System para 65 países majoritariamente de alta renda, 2000-2018

	(1)	(2)	(3)
Crescimento do estoque de capital, defasado	0.8592*** (0.05)	0.8350*** (0.09)	0.8344*** (0.09)
Margem de spread bancário	-0.2039 (0.19)	-0.2281 (0.23)	-0.2337 (0.24)
Importância do mercado de capitais	-2.5229** (0.98)	-1.9755* (0.99)	-2.1014** (0.92)
Crescimento do PIB, defasado	0.0894 (0.14)	0.2249 (0.26)	0.2191 (0.25)
Concentração bancária		0.0057 (0.02)	0.0062 (0.02)
Termos de Troca			-0.9748 (3.01)
Constante	3.0032** (1.13)	1.1670 (2.01)	2.2487 (3.02)
Observações	221	195	195
Instrumentos	20	21	22
Teste Arellano-Bond para AR(2) em primeira diferença (p-valor)	0.0563	0.0861	0.0860
Teste de Hansen para a validade conjunta dos instrumentos (p-valor)	0.2387	0.2179	0.2119

Fonte: Elaboração própria

Nota: Erro padrão entre parênteses. Nível de significância: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Alguns motivos fazem ser este resultado interessante. O primeiro motivo é que a variável de interesse com coeficiente significativo (importância do mercado de capitais) apresentou sinal negativo. Isso é uma indicação de que a abordagem teórica

desenvolvida anteriormente de que o mercado de crédito se estrutura sobre interesses conflitantes entre empresas financeiras e não financeiras, encontra suporte na atualidade. O segundo motivo se relaciona com o fato de que nos países mais ricos, o mercado de capitais, por ser mais desenvolvido, ocupa uma posição mais relevante como fonte de capitais de terceiros para as empresas quando comparado com os países emergentes e é justamente essa variável que apresenta coeficiente estatisticamente significativo. Em terceiro lugar, esse resultado dialoga com a literatura mais recente do campo neoclássico crítica à interpretação anteriormente quase unânime de que quanto maior o setor financeiro, melhor para o crescimento.

Em quarto lugar, o coeficiente significativo e negativo da variável de relevância do mercado de capitais está em sintonia com a literatura sobre o impacto majoritariamente negativo do agigantamento do papel deste mercado nas economias avançadas sobre o crescimento econômico. Santos e Resende (2021) demonstram teoricamente que os fenômenos conhecidos como “financeirização” afetam negativamente a capacidade do mercado de capitais de realizar a função de *funding* e, assim, dificultam a estruturação de balanços contábeis líquidos pelas empresas, fator necessário para as decisões de investimento.

Vale mencionar que a não significância da variável que representa o setor bancário está em sintonia com a hipótese - sugerida em trabalhos da literatura neoclássica, na fase mais recente de relativização da correlação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento, conforme discutido na seção que abre esse capítulo – segundo a qual nos países mais desenvolvidos o setor bancário é menos relevante no que diz respeito ao impacto sobre o crescimento. O presente exercício, portanto, contribui com a literatura empírica, ao apresentar uma evidência em linha com essa hipótese sugerida em trabalhos anteriores.

Além das duas variáveis de interesse, somente a variável dependente defasada apresentou coeficiente estatisticamente significativo. Vale dizer que o sinal positivo desta variável é o esperado e assim contribui para aferir a robustez do modelo.

Em síntese, o resultado da estimação apresenta a mesma direção da abordagem teórica empregada e acrescenta evidências à literatura que enfatiza a existência de correlações não positivas entre setor financeiro e crescimento, porém partindo de uma

abordagem alternativa. Ressalva-se que não é função do modelo empírico provar ou refutar uma teoria, por conta da própria natureza da produção do conhecimento científico em níveis diferentes de abstração, mas assim auxiliar a investigação proposta ao adicionar elementos novos.

4.3 Papel das estruturas nacionais de financiamento para a acumulação de capital dos países subdesenvolvidos

4.3.1 Objetivo, base de dados e especificação do modelo

O modelo apresentado nesta seção é uma extensão do modelo apresentado na seção anterior. São acrescentadas duas variáveis independentes para representar o grau de controle nacional sobre o sistema de crédito. O objetivo é avaliar a investigação histórica apresentada no capítulo 3 que atesta a relevância da coordenação pública para impelir as instituições financeiras ao financiamento do desenvolvimento industrial. Além disso, o resgate da literatura realizado na seção 4.1 mostrou que há evidências de impactos diferentes do setor financeiro sobre o crescimento a depender do nível de renda dos países, logo, essa amostra permitirá observar esse ponto. As variáveis acrescentadas foram: 1) a porcentagem dos ativos financeiros domésticos de posse de bancos estrangeiros e 2) a porcentagem dos ativos financeiros domésticos de posse de bancos públicos.

Exceto pela variável de porcentagem dos ativos financeiros domésticos de posse dos bancos públicos, espera-se que a relação entre as variáveis de interesse e o crescimento do estoque de capital dos países seja negativa. No Quadro 2 a seguir descreve-se as novas variáveis incluídas no modelo.

Quadro 2 - Variáveis acrescentadas, definições e fonte dos dados

Nome da Variável	Definição	Fonte
Participação dos bancos estrangeiros na posse dos ativos financeiros domésticos	Percentual do total de ativos bancários detidos por bancos estrangeiros (estrangeiros detêm 50% ou mais de suas ações).	Banco Mundial
Participação dos bancos públicos na posse dos ativos financeiros domésticos	Porcentagem dos ativos bancários detidos por bancos controlados pelo governo (governo detém 50% ou mais de ações).	Banco Mundial

Fonte: Elaboração própria

Em linha com a investigação histórica de que a coordenação nacional do sistema de crédito é relevante sobretudo para os países não pioneiros na industrialização, a amostra utilizada para esta estimação é composta pelos países classificados como mercados emergentes pelo FMI e exclui todos países da OCDE. A amostra é composta de 79 países emergentes¹⁸, dos quais apenas 19 são classificados como renda alta e 60 como renda média alta e média baixa. Segue abaixo a especificação do modelo:

$$gk_{it} = \alpha_0 + \partial gk_{i,t-1} + \beta_1 SM_{it} + \beta_2 BC_{it} + \beta_3 FME_{it} + \beta_3 FBS_{it} + \beta_3 GBS_{it} \quad (2) \\ + \beta_4 GDP_{i,t-1} + \mu_i + \tau_t + \varepsilon_{it}$$

As variáveis acrescentadas em relação à equação 1 do modelo do capítulo anterior são:

FBS = percentagem de ativos financeiros domésticos de posse de bancos estrangeiros

GBS = percentagem de ativos financeiros domésticos de posse de bancos públicos

A inclusão destas variáveis busca captar o grau de controle nacional de cada país sobre o sistema de crédito. A hipótese sugerida é que quanto menor este controle, menor a capacidade de coordenação nacional e estatal sobre o mercado de crédito em termos de direcioná-lo ao financiamento do desenvolvimento, o que impactaria a acumulação de capital dos países. Espera-se, portanto, que haja uma relação negativa entre a variável percentagem de ativos financeiros domésticos de posse de bancos estrangeiros e o crescimento do estoque de capital e uma relação positiva entre esta última variável e a percentagem de ativos financeiros domésticos de posse de bancos públicos¹⁹.

O intervalo de tempo da estimação deste segundo modelo é distinto do modelo da seção anterior. Devido à disponibilidade de dados das duas variáveis acrescentadas, o intervalo é de seis anos 2011 a 2016.

O Método utilizado para estimar os coeficientes das variáveis independentes também foi o Método de Momentos Generalizado (GMM), proposto por Arellano e Bover (1995)

¹⁸ A lista dos países está no Apêndice C.

¹⁹ As estatísticas descritivas das variáveis estão no Apêndice D.

e Blundell e Bond (1998). Portanto, todas as considerações metodológicas sobre o modelo utilizado detalhadas na seção anterior são válidas na presente estimação.

4.3.2 Resultados

A seguir, na Tabela 2, são mostrados os resultados do modelo representado pela equação 2. A coluna (4) apresenta o resultado da estimação da equação 2 completa. Como para o primeiro modelo, aqui também as demais colunas, de (1) a (3), apresentam os resultados das estimações com a inclusão paulatina das variáveis e servem como teste de robustez da equação principal.

Primeiramente, observa-se na coluna (4) que as duas principais variáveis de controle, crescimento do estoque de capital defasado e crescimento do PIB defasado, apresentaram coeficientes significativos e positivos, como esperado, reforçando a robustez do modelo.

Quanto às variáveis de interesse, a margem de *spread* bancário apresentou coeficiente significativo à 10% de significância e negativo. Seguindo a abordagem teórica proposta, isto sugere que para o conjunto dos países emergentes, um maior poder dos bancos em fixar *spreads* maiores, *proxy* do poder relativo dos bancos no mercado de crédito, impacta negativamente a acumulação de capital destes países. Ou seja, um setor bancário com maior capacidade de proteger sua rentabilidade por meio da elevação de *spread* não está necessariamente associado a uma maior capacidade destes bancos de contribuírem positivamente para a acumulação de capital.

Tabela 3 - Resultados das estimativas por GMM-System para 79 países emergentes, 2011-2016

	(1)	(2)	(3)	(4)
Crescimento do estoque de capital, defasado	0.6437*** (0.09)	0.6447*** (0.10)	0.7358*** (0.09)	0.7435*** (0.09)
Margem de spread bancário	-0.2602** (0.12)	-0.2790** (0.13)	-0.1996* (0.11)	-0.1730* (0.10)
Participação de bancos estrangeiros nos ativos financeiros	-0.0329*** (0.01)	-0.0322*** (0.01)	-0.0273** (0.01)	-0.0305** (0.01)
Crescimento do PIB, defasado	0.1794*** (0.06)	0.1776*** (0.07)	0.2259*** (0.06)	0.2396*** (0.06)
Importância do mercado de capitais		0.4807 (1.32)	0.9130 (1.32)	0.9723 (1.58)
Concentração bancária			0.0111 (0.02)	0.0187 (0.03)
Participação de bancos públicos nos ativos financeiros				-0.0161 (0.03)
Constante	4.9966*** (1.72)	4.9715*** (1.78)	2.5965 (2.01)	2.2552 (1.96)
Observações	208	208	181	177
Instrumentos	44	45	46	47
Teste Arellano-Bond para AR(2) em primeira diferença (p-valor)	0.8226	0.8065	0.8187	0.4589
Teste de Hansen para a validade conjunta dos instrumentos (p-valor)	0.3476	0.3282	0.2798	0.2690

Fonte: Elaboração própria

A participação dos bancos estrangeiros na posse dos ativos financeiros domésticos apresentou coeficiente significativo a 5% e também negativo. Isto é, existe uma correlação negativa entre o grau da presença dos bancos estrangeiros no sistema de crédito de cada país com a acumulação de capital nesta amostra. Ou, visto pelo outro ângulo, o maior grau de controle nacional sobre o sistema de crédito está positivamente associado à acumulação de capital. Este resultado aponta na mesma direção da investigação histórica realizada segundo a qual os países fora do centro dinâmico do Capitalismo em cada época necessitam construir uma estrutura nacional de financiamento para coordenar o sistema de crédito com vistas ao favorecer o

desenvolvimento industrial. Se se admite que os bancos estrangeiros possuam estratégias nos países emergentes, no mínimo mediadas pelo cálculo global coordenado pela matriz e não somente local, é razoável supor que a coordenação nacional do sistema de crédito é comprometida quanto maior a presença dos bancos estrangeiros.

Para este conjunto de países, o modelo não indicou significância do coeficiente de relevância do mercado de capitais, ao contrário do que ocorreu para a amostra de países majoritariamente desenvolvidos e de renda alta do capítulo anterior. A menor relevância do mercado de capitais como fonte de financiamento e o menor número de empresas que acessam esta fonte de recursos financeiros nos países menos desenvolvidos pode ser uma razão para que o modelo não capte um impacto desta variável sobre o crescimento do estoque de capital.

Por fim, a variável de participação dos bancos públicos na posse dos ativos financeiros domésticos não apresentou coeficiente significativo. O que este resultado possivelmente indica é que a simples estrutura de propriedade do banco - se estatal ou não - não significa que eles tenham uma estratégia distinta em comparação aos bancos privados no que se refere à constituição de interações financeiro-produtivas favoráveis ao desenvolvimento. Zysman (2018, p. 76) trata desta questão e afirma que não basta os bancos serem estatais e sim que hajam instrumentos institucionais que possam ser mobilizados pelo governo. Visto que desde os anos 1990, os países em desenvolvimento se inseriram na globalização financeira de modo a moldar as respectivas institucionalidades do setor financeiro à livre movimentação dos capitais, diminuindo a presença discricionária do Estado no mercado de crédito, é mesmo de se esperar que a propriedade estatal dos bancos não seja na média uma característica definidora de uma correlação significativa destas instituições com a acumulação de capital.

4.4 Conclusões

Este capítulo buscou contribuir para a literatura sobre a relação entre o setor financeiro e a acumulação de capital, partindo de uma abordagem teórica construída nos capítulos anteriores e explorando empiricamente a influência do poder das instituições financeiras sobre o mercado de crédito. Os resultados obtidos apontam na direção da

hipótese de que a estrutura do mercado de crédito, determinada pela relação conflitiva entre setores financeiro e não financeiro, tem um impacto significativo sobre a dinâmica de acumulação de capital, particularmente nos países emergentes.

Para os países de alta renda, os resultados indicam que a relevância do mercado de capitais está negativamente correlacionada com o crescimento do estoque de capital, sugerindo que o elevado controle das estruturas de financiamento pelos agentes financeiros desses mercados possui conflitos não desprezíveis com a acumulação de capital. Essa evidência reforça a literatura recente, mesmo no campo neoclássico, que aponta a existência de correlações negativas em desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Este trabalho, porém, fornece uma sustentação teórica heterodoxa para a questão.

Já para os países subdesenvolvidos, os resultados mostram que a margem de *spread* bancário e a presença de bancos estrangeiros no sistema financeiro estão negativamente correlacionadas com a acumulação de capital. Isso sugere que o poder dos bancos em condicionar o mercado de crédito e a falta de controle nacional sobre o sistema financeiro podem ser obstáculos ao desenvolvimento econômico nesses países, o que está em sintonia com a literatura que investigou o papel da coordenação pública e nacional do setor bancário nos processos de desenvolvimento industrial.

Em síntese, os resultados indicam a importância de se considerar as relações de poder entre o setor financeiro e o setor produtivo no mercado de crédito na análise da acumulação de capital, especialmente em países emergentes. Por fim, este trabalho contribui para a literatura ao propor uma abordagem teórica alternativa à visão neoclássica dominante, destacando a relevância das relações de poder e da estrutura de controle do sistema financeiro para a dinâmica de acumulação de capital; e ao mesmo tempo permite um diálogo com a vertente do campo neoclássico que trouxe evidências de relações negativas ou não lineares entre desenvolvimento financeiro e crescimento.

5 INTERAÇÕES FINANCEIRO-PRODUTIVAS NA HISTÓRIA DO DESENVOLVIMENTO DO BRASIL

Consolidada a investigação teórica e histórica sobre as interações financeiro-produtivas em outros países, volta-se ao caso brasileiro. A proposição central feita neste capítulo é que o caráter majoritariamente não monopolista e reflexo do capital nacional privado em relação ao grande capital estrangeiro na dinâmica de acumulação do país no período de maior intensidade da industrialização tornava o capital local pouco capaz de atrair o capital portador de juros para o financiamento do desenvolvimento nacional.

Conforme desenvolvido nos capítulos anteriores, observou-se que a oferta de recursos financeiros adequados às características do gasto com investimento nas diferentes fases de seu ciclo é crucial para o circuito do capital. Mas concluiu-se que existe uma relação de conflito entre a fração financeira e a produtiva do capital que se traduz em uma concorrência entre essas frações no mercado de crédito. Esta concorrência se consolida em uma institucionalidade que rege este mercado, cristalizando as diferenças de poder econômico relativo entre elas e assim condicionando a ação das empresas financeiras e não financeiras. Observou-se também que o capital portador de juros ocupa uma posição externa à dimensão produtiva da acumulação de capital, vinculando-se a este juridicamente sob condições de interesse para sua própria acumulação. Não há, portanto, na natureza do vínculo do capital portador de juros com a acumulação de capital algum elemento que determine *a priori* o tipo de interação que ocorrerá entre as frações.

Por sua vez, a experiência histórica de um conjunto de outros países mostrou que, à exceção da industrialização pioneira da Inglaterra e do caso assemelhado dos EUA, a constituição de interações entre as duas frações do capital, criando uma alavanca financeira poderosa para industrialização dos respectivos países, contou necessariamente com a construção de uma institucionalidade do mercado de crédito politicamente orientada a este fim. Mais que isso, as interações ocorreram entre um setor financeiro local e uma estrutura industrial privada nacional que era o núcleo da acumulação de capital. O caso alemão, como demonstrado por Gerschenkron (1962) e Hilferding (1981), é exemplar de como o setor financeiro privado se vincula

exclusivamente com as grandes empresas dos setores em fase de maior expansão, pois são nestas que as possibilidades de lucros são mais seguras. A partir desse conjunto de conclusões, tem-se alicerces sólidos para a análise do caso brasileiro.

5.1 O caráter subordinado da industrialização brasileira como fator determinante para a forma assumida pelas relações financeiro-produtivas

No Brasil o capital privado nacional não ocupou a posição de liderança no processo de industrialização. Desde a segunda metade da década de 1950, a presença das empresas estrangeiras na estrutura industrial brasileira foi decisiva para a forma assumida pelo processo econômico. Nestes anos, que correspondem ao governo JK, a entrada de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) cresceu 35 vezes em relação à primeira metade da década. E durante a fase de aceleração do crescimento entre 1968 e 1973, a entrada de IDE foi o dobro da ocorrida no período do governo JK. Na média da década de 1970, a participação do Brasil no IDE direcionado aos países em desenvolvimento ficou entre 20 e 30%. No ano de 1974, 50% do IDE destes países veio para o Brasil (CASSIOLATO *et al.*, 2014).

Setores produtores de bens duráveis e de capital são os que recebem maior entrada de multinacionais no pós-II GM. Mas ainda na década de 1950, ocorre também forte entrada nos setores de bens intermediários (Papel, Borracha, Química, Farmacêutica); bens básicos (Metais, Materiais de Construção); e mesmo em indústrias tradicionais como Têxtil (POSSAS, 1998, p. 23). Os setores com predominância nacional (pública ou privada) entre as empresas líderes eram Madeira, Mobiliário, Editorial e Gráfica, Vestuário e Calçados, Extração Mineral (Estatal) e Produtos Alimentares (Possas, 1998, p. 29). Vê-se que são setores predominantemente de bens não duráveis, fora do polo dinâmico da industrialização, isto é, empresas que dependem do investimento de outros setores para crescerem.

Segundo Possas (1998), depois da II GM, o número de grandes grupos de propriedade brasileira era 25 e de propriedade estrangeira, 30. Ressalva-se que nesta contagem os grupos locais incluem estatais e privados. Além disso, Possas (1998, p. 27) mostra que o número de empresas estrangeiras afora os grandes grupos, isto é, subsidiárias e filiais, era de 131 firmas norte-americanas, o que explicita a presença disseminada de empresas controladas de fora do país e, apesar de menores, com

acesso distinto à tecnologia e ao financiamento. Ainda que a presença de grandes empresas nacionais, estatais e privadas, seja parte do ambiente da industrialização brasileira desde a década de 1950, o autor reconhece que a presença de empresas estrangeiras dá “origem a diferenças de potencial dinâmico que têm como resultado uma estrutura oligopolística com desempenho acentuadamente assimétrico” (Possas, 1998, p. 26).

A partir de dados do censo industrial de 1970 trazidos por Possas (1998) é possível delinear mais claramente os contornos dessas diferenças. Em uma amostra contendo as quatro empresas líderes de cada setor, 50% da produção destas empresas corresponde às empresas de propriedade estrangeira, 33% às nacionais privadas e 16% às públicas. Mais elucidativas ainda são as diferenças nos indicadores de escala de produção por estabelecimento e estoque de capital fixo por trabalhador. Os valores do primeiro indicador para empresas internacionais, nacionais privadas e públicas são 3.411, 875 e 9.599, respectivamente. Ou seja, as empresas internacionais apresentavam escala de produção quase quatro vezes maior que as nacionais privadas. Em termos de estoque de capital, os números são, na mesma ordem, 211, 102 e 447. Neste caso, a intensidade de capital das empresas internacionais é o dobro das nacionais privadas.

Além destas diferenças, a liderança das multinacionais se concentra nos mercados com estrutura de oligopólio diferenciado e não há liderança estrangeira nos mercados com baixa concentração e competitivos (Possas, 1998, p. 35). Chamam a atenção também os elevados indicadores das empresas nacionais públicas, comprovando o que disse Tavares de que “no setor de empresas públicas o processo de expansão e concentração é mais estável e estruturado, justamente porque aí não se põe com a mesma força o problema da assimetria entre poder empresarial e financeiro” (TAVARES, 1983, p. 248). Esta é outra constatação da centralidade do problema da falta de alavanca financeira para as empresas privadas nacionais ao longo da industrialização.

Mesmo sendo cauteloso quanto a não subestimar a presença das empresas nacionais privadas no país, a conclusão de Possas é inequívoca no sentido de que “as empresas multinacionais ocupam um lugar bastante significativo e proeminente em setores ou ramos que assumiram efetiva liderança no crescimento industrial” e que há uma

“estreita identificação dos setores mais dinâmicos com a dominância de capital estrangeiro” (Possas, 1998, p. 36).

Importa notar que a atuação do BNDES não supria a ausência da alavanca financeira para as empresas nacionais privadas. Redivo et al. (2020) mostram que nas décadas de 1950 e 1960, os desembolsos do BNDES se concentravam fortemente em Energia, Transporte e Insumos Básicos. Em termos de propriedade das empresas, até meados da década de 1960, o setor público representava mais de 90% do total de desembolsos do banco.

Coutinho e Belluzzo (1980) buscam demonstrar analiticamente porque as empresas privadas nacionais ocupam essa posição subordinada, para o caso do setor de bens de produção. Em primeiro lugar, segundo os autores, as empresas estrangeiras concentram o núcleo tecnológico avançado do setor de bens de produção industrial e abrem assim um hiato com as empresas nacionais dos subsetores no interior do setor. A articulação resultante desta configuração entre os dois grupos de empresas e subsetores é parcial e hierarquizada de modo que as empresas nacionais não têm autonomia para determinar seu desenvolvimento tecnológico. Em segundo lugar, há uma dependência em relação ao Estado para a abertura de novas frentes de expansão da produção e do investimento, “que impõe um caráter instável e limitado ao processo de monopolização do capital privado nacional” (COUTINHO e BELLUZZO, 1980).

O círculo do dilema das interações financeiro-produtivas na industrialização brasileira então se fecha entre empresas multinacionais com baixa necessidade do financiamento via setor financeiro privado local, ainda que sejam as “clientes favoritas” (TAVARES, 1983, p. 248) dos bancos locais; e empresas privadas nacionais com necessidade de financiamento de fontes de terceiros para crescer e sem capacidade de atração do setor financeiro dada sua posição majoritariamente externa ao polo dinâmico da economia.

Por fim, vale discorrer sobre duas contribuições no interior da teoria *mainstream* que corroboram os argumentos apresentados sobre a distinção das interações financeiro-produtivas entre países desenvolvidos e os demais. Stiglitz (1989) propõe uma explicação para a diferença da eficiência do setor financeiro entre países

desenvolvidos e subdesenvolvidos. Para este autor o menor tamanho das firmas nos países subdesenvolvidos é o principal obstáculo ao financiamento das empresas. O argumento é o seguinte: nos países desenvolvidos, os problemas de informação imperfeita que dificultam o funcionamento adequado do mercado de capitais são minorados pela existência de mercados de capitais internos às grandes firmas (“internal capital market”) que realocam fundos entre diferentes unidades da mesma empresa. Essa solução não pode ser aplicada nos países subdesenvolvidos, pois não existem empresas com tamanho e escala de produção a ponto de permitir a existência desses mercados internos.

Para o caso do Brasil esse argumento se relaciona com o fato, já citado, de as empresas industriais brasileiras serem menores em relação às estrangeiras líderes de cada setor, gerando uma maior assimetria entre essas empresas de capacidade financeira e, conseqüentemente, de atração do setor financeiro. Lee (1992), a partir desta proposição de Stiglitz, conclui que nos países subdesenvolvidos “a liberal financial regime even combined with a well-functioning equity market will not necessarily bring about an efficient allocation of capital” (LEE, 1992). Ademais, a proposição de Stiglitz (1989) reforça a interpretação de que características das empresas industriais nacionais privadas no Brasil influenciam a relação que o sistema financeiro estabelece com o setor produtivo.

Também no interior do programa neoclássico, Beck (2013) enfatiza, ao tratar do fracasso de reformas financeiras liberais em países subdesenvolvidos, que não basta tentar replicar nesses países os mesmos arranjos existentes nos países desenvolvidos. É preciso, diz o autor, considerar “the objective functions of different interest groups and their relative powers must be taken into account” (BECK, 2013). Essa afirmação remete à correlação de poder econômico entre empresas do setor financeiro e não financeiro no mercado de financiamento e às peculiaridades dos países subdesenvolvidos.

5.2 Desdobramentos da industrialização subordinada sobre as interações financeiro-produtivas no Brasil

Em linha com a teoria, a experiência histórica de outros países e as características particulares da industrialização brasileira, a explicação para o distanciamento do setor financeiro em relação à acumulação de capital da indústria brasileira se encontra nas características marcantes do processo econômico brasileiro no que se refere à posição subordinada dos capitais privados nacionais no processo de industrialização. O setor produtivo não foi capaz de atrair o setor financeiro e, reciprocamente, esse distanciamento do setor financeiro impede que o capital industrial privado nacional tenha acesso à alavanca financeira necessária para realizar o processo de concentração e centralização. De modo que o círculo vicioso só pode ser quebrado por algo externo a essa relação, ou seja, pelo Estado, como ocorreu em outros países.

Não ocorre no caso particular do Brasil a retroalimentação conforme descreve Marx em que “o desenvolvimento do processo de produção expande o crédito, e este último leva à expansão das operações industriais e comerciais” (MARX, 2017, cap. 30, p. 693). Esse mecanismo está ausente em uma economia com industrialização subordinada, isto é, com o capital industrial privado amplamente fora da liderança dos setores mais dinâmicos e mais oligopolizados, pois o desequilíbrio na concorrência entre capital em função e capital portador de juros na determinação da forma assumida pelo mercado de crédito é muito desfavorável ao primeiro.

Ao tomar-se como referência a tipologia de sistemas financeiros proposta por Zysman (2018), vê-se a peculiaridade do caso brasileiro. No Brasil, até os anos 1960, o mercado de capitais virtualmente não existia e os empréstimos bancários se concentravam no curto prazo. Quando o mercado de capitais é criado, ele não ocupa a função de prover *funding* e os bancos privados continuam a não o fazer. A partir dos anos 1990 com a reestruturação do setor financeiro e incentivos ao crescimento do mercado de capitais, a função de financiar o longo prazo continuou sem contar com instituições privadas que efetivamente a realizassem, sejam bancárias ou não bancárias. Ou seja, o Brasil não se encaixa na tipologia de Zysman. Isso ocorre porque o Brasil, diferentemente dos países analisados por esse autor, não possui o setor industrial endógeno como locomotiva do desenvolvimento, dotado assim das

características que atrairiam o setor financeiro para financiar seu crescimento para assim apropriar-se de parte dos lucros gerados.

É agravante o fato de que a grande presença das multinacionais na posição de núcleo dinâmico faz com que os recursos recebidos por essas empresas não sejam pelo menos em parte direcionados para o sistema financeiro local e, portanto, não contribuam para o fortalecimento do sistema de crédito local²⁰. Ademais, as empresas nacionais não possuem o mesmo poder de acumulação que as multinacionais – sobretudo financiamento e tecnologia –, mas são as que mais necessitam do sistema de crédito e, justamente por essas características, não possuem capacidade de atração do setor financeiro.

Nos países periféricos o funcionamento da economia é mediado por questões próprias, fundamentalmente, a relação estabelecida com o centro capitalista, que simultaneamente possibilita, limita e direciona o desenvolvimento interno. Em particular, o setor bancário nos países subdesenvolvidos assumiria mais riscos que benefícios ao associar-se aos capitais industriais locais que não possuem tecnologia e nem escala para abrir novos mercados, aos quais os bancos hipoteticamente teriam acesso ao se vincularem ao capital industrial. Logo, o problema da estrutura de financiamento do Brasil está associado não somente às questões financeiras ou monetárias, e sim à estrutura produtiva do país e suas limitações. Uma estrutura produtiva limitada gera uma estrutura financeira alienada das necessidades da acumulação; e por outro lado, uma estrutura financeira alienada não permite que a estrutura produtiva supere suas limitações. É preciso romper o círculo vicioso e espontâneo do livre mercado.

No caso brasileiro, o fato de as empresas nacionais privadas serem subordinadas à dinâmica das grandes empresas estrangeiras líderes em seus setores leva a que as decisões de investimento das empresas locais não sejam o núcleo definidor dos rumos da economia. E, como visto em Zysman, as decisões de ofertar crédito de longo prazo envolvem maiores riscos para os bancos e a necessidade de se avaliar a

²⁰ A elevada tensão política em torno da lei de limitação das remessas de lucros aprovada no governo João Goulart e revogada na prática seis meses depois pelos governos militares é sintomático da relevância da não apropriação nacional dos lucros gerados pelas multinacionais sob condições fiscais e de proteção de mercado muito favoráveis criadas pelo Estado brasileiro. Sobre isto ver Gennari (1999) e Loureiro (2016).

capacidade de pagamento da empresa demandante de crédito por meio da projeção de sua posição competitiva futura no interior da indústria. Portanto, para o setor bancário privado brasileiro emprestar para uma empresa privada nacional, é preciso avaliar se a tendência da indústria liderada por empresas estrangeiras, cuja estratégia é global e não local, é capaz de sustentar o plano de investimento da empresa local de modo que a aposta desta empresa seja sancionada pelo mercado e ela tenha capacidade de pagamento do empréstimo, a partir dos lucros futuros esperados. Ou seja, o cálculo é mais complexo e volátil para o setor bancário em um país subdesenvolvido. Se a avaliação das condições estritas da própria empresa local já é coberta de incerteza, quanto mais a avaliação da estratégia global das multinacionais. Portanto, é mesmo improvável que os bancos emprestem no longo prazo de livre e espontânea vontade. É improvável o mercado realizar a função socialmente necessária.

Isto é radicalmente diferente do desenvolvimento do capital financeiro – associação entre banco e empresa industrial – nos países centrais, em que os bancos tinham interesse em participar ativamente dos negócios de grandes empresas em franca expansão nacional e internacional. No Brasil, as empresas estrangeiras tinham suas próprias formas de financiamento no mercado internacional, vale dizer, já estavam associadas aos seus sistemas financeiros nacionais, e as empresas nacionais estavam restritas aos limites da expansão geral da economia fora de seu controle direto. Portanto, para os bancos privados brasileiros era alto o risco e baixo o interesse de realizar a conglomeração financeiro-industrial ou engajar-se na oferta de empréstimos de longo prazo.

Ainda na fase da industrialização, as tentativas fracassadas do governo brasileiro para incentivar os bancos ao financiamento do desenvolvimento mantendo, contudo, plena autonomia dos agentes privados na alocação do crédito, demonstram a insuficiência do mecanismo de mercado para atingir este objetivo sob as condições da industrialização subordinada. Primeiramente, o PAEG promoveu a segmentação bancária com o objetivo de criar instituições especializadas no financiamento de longo prazo. Como já visto, os bancos rejeitaram na prática essa imposição legal. O governo seguinte, Médici, muda de orientação. O governo passa a promover a oligopolização do sistema bancário no Brasil com o objetivo de dotar os bancos de maior poder,

esperando que assim eles se direcionariam para o financiamento do desenvolvimento. O resultado esperado não ocorreu.

Um setor bancário oligopolizado, diante de um setor industrial que não é o núcleo da acumulação no país, tornou-se ainda mais poderoso na determinação das condições do mercado de crédito. Sem um fortalecimento do setor industrial nacional correspondente, a concentração no setor bancário levou a uma ainda maior assimetria de poder, dificultando ainda mais que o setor industrial e o Estado conduzissem o setor bancário à conglomeração financeiro-produtiva. Seja a escolha pela segmentação do PAEG ou pela concentração bancária, nenhuma delas abordou o ponto fundamental: o controle privado na alocação de crédito, diante da incapacidade do setor industrial de atrair os bancos para o financiamento do longo prazo. Controle privado este que foi bastante reduzido, em graus distintos, nas experiências dos outros países. Ou seja, a conglomeração bancária foi dirigida pelos próprios bancos privados em torno de seus interesses de aumentar o controle do mercado sem relação com as necessidades do desenvolvimento do país.

Os bancos atuaram na verdade para ampliar seus poderes e, como ressalta Freitas (1997), escapar das imposições legais. O setor bancário se tornou um oligopólio e as empresas nacionais privadas continuaram subordinadas à dinâmica geral da economia. Os bancos ampliaram seu poder de mercado em relação às empresas não financeiras, acentuando ao invés de reduzir a elevada assimetria assumida pelas interações financeiro-produtivas no Brasil.

A respeito dos limites do mecanismo de mercado para gerar o resultado socialmente necessário para o financiamento do desenvolvimento nas condições do Brasil, vale acrescentar a reflexão de Napoleoni (1979) a respeito do debate entre Maurice Doob e von Mises no âmbito da discussão sobre o chamado cálculo socialista. Napoleoni conclui que para os países, durante a fase de desenvolvimento industrial, “o mecanismo de mercado imporá a cada uma das decisões mais importantes um coeficiente de risco tal que tornaria tais decisões completamente destituídas de qualquer conveniência [...]” (NAPOLENI, 1979, p. 153).

Essa interpretação reforça a conclusão de Zysman (2018) sobre o caráter imprescindível da coordenação estatal sobre a estrutura nacional de financiamento e

também o entendimento de que dada a estrutura produtiva no Brasil é economicamente inviável para o setor financeiro se articular com o setor industrial segundo os requisitos necessários para impulsionar o desenvolvimento. Vale dizer, as declarações dos banqueiros, recolhidas por Macarini (2007), discutidas no capítulo 1 deste trabalho, relutantes em realizar a conglomeração financeiro-industrial espontaneamente, fazem sentido.

Sendo os riscos de se associar às empresas industriais superiores aos benefícios, se um banco decide isoladamente se associar e se suas expectativas forem frustradas, bancos rivais poderão estar em melhores condições competitivas, diminuindo a participação de mercado do banco que se associou. O que reforça que o mecanismo de mercado de decisões autônomas dos capitais privados é incapaz de gerar a decisão globalmente necessária. A planificação da estrutura de financiamento estava, portanto, inscrita na ordem das necessidades do desenvolvimento das forças produtivas da economia brasileira, conforme já indicava, sobretudo, Ignácio Rangel.

5.3 Ampliação da presença de empresas estrangeiras e do desequilíbrio de poder no mercado de crédito na atualidade

Um elemento central da explicação para a forma assumida pelas interações financeiro-produtivas no Brasil diz respeito à relevância da presença de empresas de propriedade estrangeira na estrutura econômica brasileira. Portanto, verificar se esta característica continua presente na economia brasileira é pré-condição para se verificar a atualidade da explicação proposta. Outra pré-condição para a validade atual da explicação é a existência de um desequilíbrio de poder no mercado de crédito a favor dos agentes financeiros. Esta seção traz elementos sobre estes pontos.

Sarti e Laplane (2002) apresentam uma análise detalhada da questão da presença de empresas estrangeiras na economia brasileira desde os anos 1990. Os autores mostram que ocorre um forte crescimento do IDE no Brasil entre 1996 e 2000. De 1990 a 1995, a participação do Brasil nos fluxos de IDE para países em desenvolvimento foi em média 0,9% a.a. Mas, somente em 1996 foi de 2,8% e atinge um pico de 4,2% em 1998. Em 2001 foi de 3,1%. Ainda mais expressivo é que, exceto por 1999 e 2001, a participação de operações de fusões e aquisições no total dos IDE vindo ao Brasil foi muito superior à média dos países em desenvolvimento desde 1990.

Isto acentuou a desnacionalização da estrutura produtiva local, como pode ser visto pela participação do estoque de IDE no PIB que passou de 8% em 1990 para 33,1% em 2000. Também manifestado pelo fato de que entre as 500 maiores empresas atuantes no país em 2000, 46% eram estrangeiras com crescimento de mais de 50% em relação a 1989. Em relação às vendas, as estrangeiras representavam, em 2000, 56%. No setor industrial, as empresas multinacionais se destacam nos setores Automobilístico, Químico, Alimentos e Bebidas, Equipamentos de Comunicações e Máquinas e Equipamentos (SARTI; LAPLANE, 2002).

Importante frisar que nos anos 1990 a entrada das empresas estrangeiras não dotou o Brasil de produção interna de novos bens ou serviços, como no período da industrialização. O foco foi adquirir empresas nacionais e assumir participação no mercado interno, ou seja, ocorreu sobretudo desnacionalização patrimonial (CASSIOLATO *et al.*, 2014). Desse modo, o aparelho industrial nacional privado passou por uma nova rodada de fragilização de sua posição no interior da dinâmica econômica do país.

Nesse período também há um crescimento da presença de estrangeiras nos Serviços, resultante das privatizações, sobretudo setor Financeiro e Telecomunicações. Na segunda metade da década de 1990 ocorre a entrada no país de dois grandes bancos estrangeiros, HSBC e Santander, via compra de bancos nacionais, o Bamerindus (privado) e o Banespa (público). Mortimore (2004) mostra que entre 1996 e 2002, 15% do IDE direcionado ao Brasil tinha o setor financeiro como destino, o que fez com que a participação de bancos estrangeiros nos ativos do setor financeiro passasse de 14% para 49% (MORTIMORE, 2004). Registra-se que esse crescimento foi em boa medida revertido em anos posteriores com o crescimento dos bancos nacionais e a compra de bancos estrangeiros, como a compra da operação do HSBC no Brasil pelo Bradesco em 2015. Ou seja, a força do oligopólio bancário nacional construída desde os anos 1960 foi capaz de contornar a entrada de bancos estrangeiros sem alterar fundamentalmente o controle do mercado de crédito por parte dos bancos nacionais privados.

Na primeira metade dos anos 2000, conforme também mostra Cassiolato *et al.* (2014), os setores de média e alta intensidade tecnológica (IT) no Brasil eram dominados por multinacionais no critério de participação no total das vendas. Os números eram:

Eletrônicos e Comunicação (79%), Farmacêutico (65%), Máquinas e Equipamentos (78%), Automóveis (89%), Borracha e Plástico (58%), Tecnologia da Informação (64%) e Equipamentos Elétricos (73%). A presença das transnacionais era pequena em setores de baixa IT, como Têxtil (8%) e Couro e Calçados (11%) (CASSIOLATO *et al.*, 2014). Vê-se então que o padrão visto no processo de industrialização a partir de meados do século XX foi reiterado no início do século XXI.

Nos anos 2000, volta a crescer a entrada de IDE na Indústria de Transformação, mas também em Agropecuária e Extrativa Mineral. Borghi (2013) mostra que em 2000 o setor de Serviços representou 81% do IDE, contra 2,2% de Agropecuária e Mineração e 17% da Indústria de Transformação. Em 2009, os valores eram, respectivamente, 46%, 15% e 39%. No caso da Indústria de Transformação, o destaque é Metalurgia com 12% dos 39%, em 2009 (BORGHI, 2013). Em 2011, o Brasil representou 9,7% do IDE para países subdesenvolvidos, após uma queda na primeira metade dos anos 2000. E cresce a participação dos setores Extrativistas como destino do IDE nos anos 2000, tomando a liderança entre os setores de destino (CASSIOLATO *et al.*, 2014).

O quadro geral é que se aprofunda e se espalha pelos setores a presença das empresas estrangeiras no Brasil. Na ausência de um circuito endógeno de financiamento do desenvolvimento, a estrutura econômica e as decisões governamentais reiteradamente se movem na direção da atração de empresas estrangeiras para ampliar o investimento. Isto acentua a heterogeneidade na economia local e não resolve os problemas de competitividade da empresa nacional. A regressão precoce e nociva da Indústria de Transformação no país, especialmente nos setores de maior intensidade tecnológica, (MORCEIRO e GUILHOTO, 2023) é outro elemento a reforçar essa heterogeneidade e amplia a diferença de poder econômico deste setor em relação ao setor financeiro sobre o mercado de crédito na atualidade.

No que se refere ao setor financeiro, as duas apostas principais dos governos brasileiros nos anos 1990 para ampliar a eficiência do sistema financeiro nacional foram a entrada de bancos estrangeiros no mercado de crédito local e o fortalecimento do mercado de capitais por meio da abertura financeira. Esta última era vista como instrumento para solucionar a ausência do financiamento privado de longo prazo (PETRELLI CORRÊA; ALMEIDA FILHO, 2001; HERMANN, 2002).

Entretanto, a forma como o Brasil se acoplou à nova dinâmica financeira internacional foi por meio da construção do regime macroeconômico, construído ao longo dos anos 1990, baseado em liberalização dos fluxos de capitais (PIRES, 2004; VAN DER LAAN, 2007) e política monetária cronicamente dependente de taxas de juros muito elevadas. Se por um lado essa estratégia permitiu a consolidação de grandes bancos privados nacionais, por outro, criou novas dificuldades para a constituição de um sistema financeiro nacional privado funcional à acumulação de capital com as altíssimas taxas de juros médias da economia e maior desequilíbrio de poder econômico entre setor financeiro e não financeiro.

Na seção 1.2 (capítulo 1) tratou-se de outra característica que se mantém na atualidade, que é o baixo envolvimento do sistema financeiro privado com o financiamento do longo prazo via mercado de capitais. Somente algumas observações devem ser aqui acrescentadas. Na atualidade, o setor bancário tem poder de oligopólio e o setor industrial é tomador de taxas de juros, pois é menos monopolizado; e não há arranjo legal e institucional que condicione os bancos privados a alocarem o crédito ao financiamento do investimento industrial. Por outro lado, havia até 2017 uma fonte de financiamento pública (via BNDES) que representava uma alternativa às taxas de juros cobradas pelos bancos privados, por meio da cobrança de uma taxa mais baixa (Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP), entretanto, esse mecanismo foi extinto. Portanto, a correlação de forças no mercado de crédito no Brasil é absolutamente desfavorável aos capitais em função, de modo que a taxa de juros sobe ou desce se for sancionada pelo setor financeiro.

A baixa interação entre setor financeiro e produtivo no Brasil no que se refere ao financiamento da acumulação, permite lançar a hipótese de que os agentes financeiros necessitam praticarem uma elevada taxa de juros, visto que ao não estarem associados à expansão da acumulação produtiva, não contribuem para a elevação da taxa de lucro média, o que poderia acomodar o seu interesse pela elevação dos juros recebido na massa de lucro bruto. Portanto, resta a eles extrair mais juros de um mesmo nível de lucro bruto, por meio de uma taxa elevada de juros. Essa hipótese pode ser derivada da tipologia proposta por Epstein (1992) já citada na seção 3.2 para o caso de uma relação conflituosa entre setor financeiro e produtivo.

Os elementos discutidos nesta seção mostram que características estruturais da economia brasileira que condicionaram prioritariamente a forma assumida pelas interações financeiro-produtivas a partir da década de 1960 ainda existem e se ampliaram. Portanto, a explicação proposta neste capítulo para as raízes da forma das interações financeiro-produtivas no Brasil mantém na atualidade os pilares que a sustentam.

5.4 Conclusões

A análise do caso brasileiro a respeito das formas assumidas pelas interações financeiro-produtivas mostrou que há características próprias do Brasil que não permitem localizá-lo diretamente a nenhuma das experiências discutidas no capítulo anterior. A mais relevante destas características é o caráter subordinado da industrialização brasileira, isto é, a liderança do processo de desenvolvimento industrial esteve majoritariamente com empresas estrangeiras. Essas empresas eram maiores em escala e eram as que possuíam o poder de gerar impulsos nos setores-chave que arrastavam consigo o conjunto do setor industrial.

A particularidade da posição das empresas brasileiras na industrialização do país dificultou que assumissem a função de polo dinâmico da industrialização. Desse modo, inibiu a geração das condições de atração do setor financeiro privado para se associar ao setor produtivo nacional e assim criar a alavanca financeira endógena ao sistema, como na experiência de outros países.

Diferentemente também das experiências analisadas anteriormente, a ação estatal no Brasil sobre as interações financeiro-produtivas não apontou na direção de uma maior coordenação pública do sistema financeiro privado. O caminho escolhido em diferentes momentos históricos foi sempre na direção de ampliação do poder dos agentes privados sobre a alocação do crédito. Por isso mesmo, o financiamento de longo prazo no país mantém-se largamente dependente das instituições financeiras estatais e dos fundos públicos.

Concluiu-se também que a heterogeneidade entre os setores financeiro e industrial nacional no Brasil é uma característica que se acentuou após a fase da industrialização na segunda metade do século XX. Portanto, as causas estruturais das formas assumidas pelas relações financeiro-produtivas no país não somente

permanecem como se aprofundam. Contudo, é necessário colocar este argumento da existência de uma assimetria acentuada nas relações financeiro-produtivas atualmente no Brasil à luz de alguma verificação empírica a partir de dados atuais da economia brasileira. É o que se busca fazer nos próximos capítulos.

6 CARACTERIZAÇÃO DAS INTERAÇÕES ENTRE SETOR FINANCEIRO E NÃO FINANCEIRO NO BRASIL NAS ÚLTIMAS DÉCADAS: UMA COMPARAÇÃO INTERNACIONAL

6.1 Introdução

Anteriormente foi desenvolvida uma abordagem teórica a respeito dos determinantes do sistema de crédito baseada na concepção de que existe uma relação conflitiva entre setor financeiro e não financeiro inerente à própria origem dos juros como uma extração da parte dos lucros gerados no processo produtivo. Essa relação conflitiva e a concorrência resultante dela entre setor financeiro e não financeiro é considerado o elemento central para a forma que o sistema de crédito funcionará em determinado local e período histórico.

A partir dessa abordagem, o caso brasileiro foi analisado desde o período de constituição do sistema de crédito a partir da segunda metade do século XX. Se concluiu que no Brasil, por um lado, o processo de industrialização foi baseado fundamentalmente em grandes empresas industriais estrangeiras, sem um correspondente processo de centralização e concentração de capital interno, resultando em um setor industrial nacional secundário na dinâmica econômica geral; e, por outro lado, o setor bancário nacional realizou um processo de concentração de capital que resultou em um oligopólio com elevado poder de mercado. A resultante geral foi a consolidação de uma maior assimetria de poder estrutural entre setor financeiro e setor industrial a favor do primeiro que condicionava o subsetor financeiro privado a um baixo engajamento no financiamento do desenvolvimento econômico. Em seguida, verificou-se que os determinantes fundamentais da relação assimétrica entre os dois setores se aprofundaram nas primeiras décadas do Século XXI.

Tomando essa abordagem teórica e histórica como ponto de partida, a seguir é realizada uma análise²¹ da evolução nas últimas décadas de variáveis que expressam a relação entre setor financeiro e não financeiro no tema do financiamento no Brasil.

²¹ O trabalho de pesquisa que resultou nos capítulos 6 e 7 foi realizado durante o período na Leeds University (Reino Unido), o que foi possível por conta do financiamento no âmbito do programa Capes-PrInt UFMG.

O objetivo é caracterizar essa relação na atualidade para averiguar se e como a natureza conflitiva e desfavorável ao setor industrial se manifesta.

Para se captar as características do Brasil no tema em análise, o país será comparado com outros países subdesenvolvidos. Para a análise estar menos sujeita ao viés possivelmente existente em determinadas bases de dados, serão utilizados dados agregados ao nível dos países e também dados ao nível das firmas. E para se observar como a relação se expressa em ambos os setores (financeiro e não financeiro) serão analisados dados de balanços financeiros de empresas bancárias e de empresas do setor de manufatura. As fontes dos dados foram BIS, World Bank, Orbis Database (empresas não financeiras) e Fitch Connect (bancos). A manipulação das bases de dados Orbis Database e Fitch Connect exige atravessar um aprendizado para se ter segurança de que está extraindo as informações corretamente. Entre outros critérios é preciso se atentar para os seguintes. 1) os diferentes padrões de demonstrações contábeis existentes e suas implicações para a comparação entre variáveis e empresas; 2) a definição, forma de cálculo e sinal (se positivo ou negativo) das variáveis; 3) a moeda e unidade de medida em que as variáveis são exibidas; 4) as diferentes tipologias de classificação setoriais; 5) tratamento de empresas duplicadas por, por exemplo, possuírem uma empresa controladora (*holding*) de mesmo nome; 6) a entrada e saída de empresas na base ao longo dos anos. A consulta aos manuais e tutoriais disponíveis na plataforma da Orbis Database também é de grande utilidade. A Fitch Connect é menos abrangente no fornecimento desses apoios aos usuários da plataforma, exigindo um aprendizado mais do tipo *learning-by-doing*.

6.2 Lado financeiro: margem de *spread* bancário, oferta de crédito, concentração bancária e lucro dos bancos

O ponto de partida escolhido é a margem de *spread* bancário²². Essa variável mede a diferença entre a taxa de juros média cobrada pelos bancos nas operações de crédito e a taxa de juros paga pelos bancos na captação de depósitos. É, portanto, uma variável crucial para medir a capacidade dos bancos de fixarem uma margem de

²² A lista dos bancos por país está no Apêndice E.

ganho maior ou menor em determinado contexto, expressando assim uma dimensão importante do poder estrutural dos bancos sobre o mercado de crédito.

O Banco Mundial divulga duas variáveis que captam o *spread* bancário de modos distintos. A primeira é a chamada de “interest rate spread” e é calculada como a diferença entre a taxa de juros cobrada pelos bancos em empréstimos ao setor privado e a taxa de juros paga pelos bancos comerciais e similares em depósitos à vista, a prazo ou poupança. A segunda variável é chamada de “bank net interest margin” é a definida como a divisão entre a receita líquida de juros (juros recebidos pelo banco menos juros pagos) e a média entre dois períodos dos ativos que rendem juros²³. Essa forma de medir, pode-se ser entendida como uma aproximação da taxa de lucro bancária com operações que rendem juros. Essas duas definições se aproximam do que conhecido na literatura, respectivamente, como *spread* bancário *ex-ante* e *ex-post*. A taxa *ex-ante* mede a decisão do banco sobre em que nível fixar a taxa de juros cobrada em relação à taxa de juros paga. A taxa *ex-post* mede o *spread* bancário efetivamente realizado pelo banco em determinado período, como proporção dos ativos dedicados à geração de receita com juros. A seguir são apresentadas as duas formas de medir o *spread* bancário. Por ângulos diferentes, as duas formas de mensuração estão relacionadas ao conceito de poder estrutural dos bancos em condicionar o mercado de crédito, de modo que a consideração de ambas traz um ganho de robustez da análise.

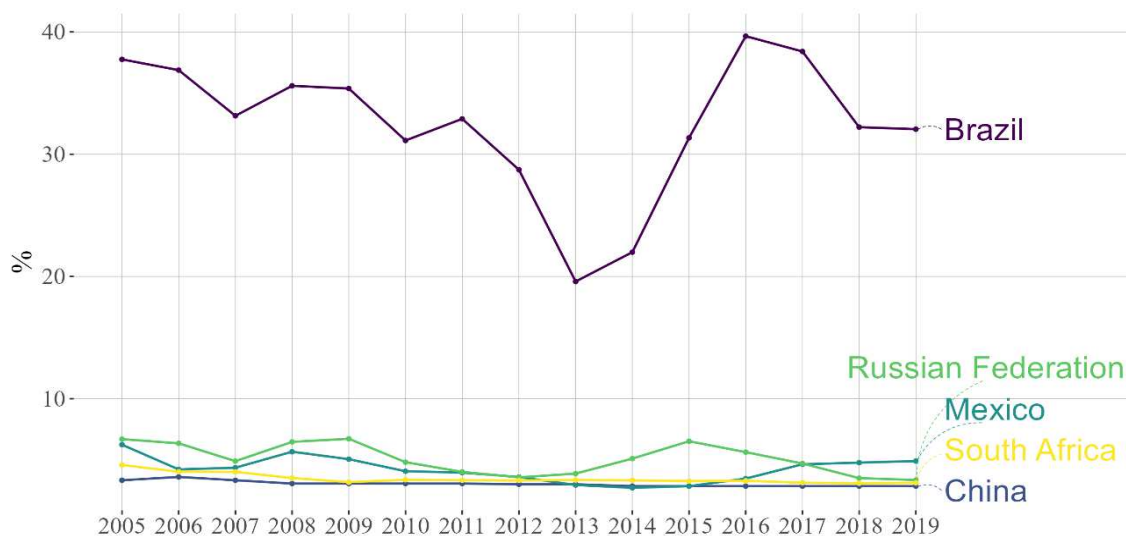
O gráfico 2 mostra a evolução da primeira forma de medir o *spread* (diferença entre a taxa de juros cobrada e paga pelos bancos, *spread ex-ante*) entre 2005 e 2019 para Brasil, Rússia, México, África do Sul e China, com dados agregados por país disponibilizados pelo Banco Mundial. O nível do *spread* bancário no Brasil é inegavelmente distinto, a ponto de dificultar a visualização da trajetória dos demais países. Enquanto os demais países se situam em todo o período abaixo de 10%, o Brasil flutua entre 30% e 40%. O *spread ex-ante* é o que está sob controle direto dos bancos, logo expressa de modo mais nítido a capacidade dos bancos em determinar as condições do mercado de crédito.

²³ Descrição completa das variáveis em: <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/global-financial-development/series>

É preciso ressaltar a queda expressiva apresentada pelo *spread* bancário no Brasil, em 2012 e 2013. Este foi um período marcado por maior ação do Estado sobre o sistema de crédito por meio dos bancos públicos e do próprio Banco Central do Brasil (BCB). A taxa Selic foi sendo reduzida de 12,5% em julho de 2011 para 7,25% a.a. em outubro 2012, e mantida nesse patamar até abril de 2013. A partir de 2012, o governo brasileiro realizou uma política deliberada para reduzir o *spread* médio praticado no mercado de crédito brasileiro por meio da redução do *spread* cobrados pelos bancos de propriedade estatal. Segundo dados do BCB, o *spread* médio das operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas caiu de 15,44 p.p. para 10,95 p.p. entre fevereiro de 2012 e junho 2013. Para pessoas físicas, a redução no mesmo período foi de 38,01 p.p. para 30,02 p.p. Portanto, em ambos os casos apontando na mesma direção dos dados exibidos no gráfico 2.

Esse movimento discricionário do Estado brasileiro sobre o *spread* bancário certamente se beneficiou da abertura de maior espaço na conjuntura internacional por conta da crise da zona do Euro a partir de 2011, que foi respondida com reduções de taxa de juros pelo Banco Central Europeu (ECB). Entretanto, é preciso notar que as reduções mais agressivas de taxas de juros realizadas pelo Federal Reserve (FED) nos EUA e pelo ECB ocorreram anos antes, em 2008 e 2009, e nesse período não há reduções expressivas da margem de *spread* bancário no Brasil (Gráfico 2). Desse modo, é provável que a decisão discricionária do Estado tenha desempenhado um papel relevante para a redução do *spread* em 2012 e 2013.

Igualmente notória no gráfico 2 é o retorno do *spread* bancário para os níveis verificados anteriormente a partir de 2015. Nessa fase, a direção da política econômica do governo foi de redução do gasto e do investimento público e foco na redução de despesas. A política de redução de *spreads* bancários dos bancos públicos e redução da taxa de juros do Banco Central havia começado a ser revertida no segundo trimestre de 2013. Em 2015 e 2016, houve recessão econômica e foi um período favorável para os bancos recuperarem capacidade de fixarem taxas de juros consideravelmente mais elevadas que seus custos de captação de depósitos. Segundo os dados do BCB, o *spread* médio das operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas alcançou 18,55 p.p. em outubro de 2016. E para pessoas físicas, alcançou 60,82 p.p. no mesmo período.

Gráfico 2 - Margem de *spread* bancário

Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mundial

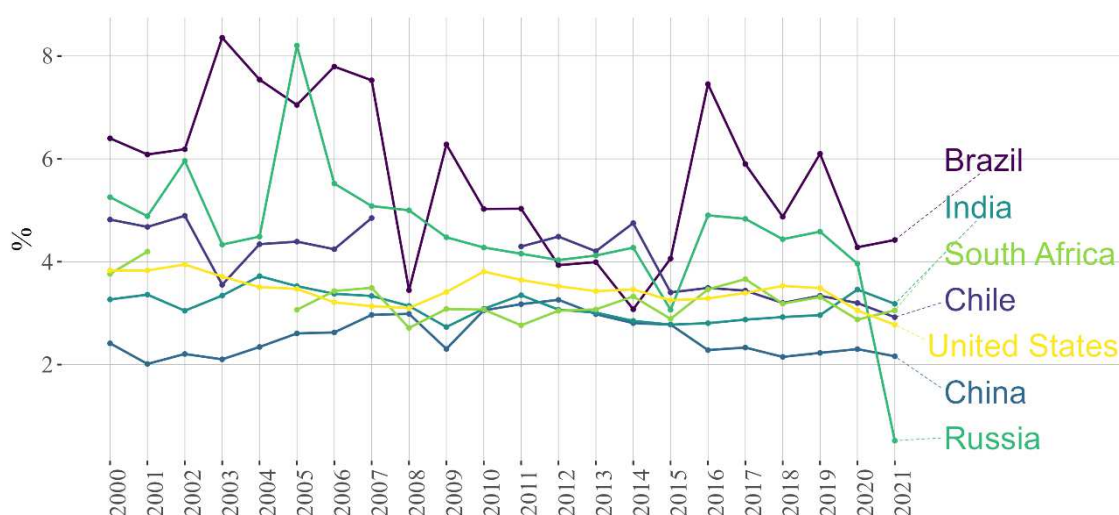
O gráfico 3 mostra a segunda medida de *spread* bancário (“margem líquida de juros”, razão entre a receita líquida de juros e o total dos ativos que rendem juros, *ex-post*) também divulgada pelo Banco Mundial, a partir da agregação por país de dados da Orbis Database. A diferença entre o Brasil e demais países não é mais tão impressionante como observado na primeira forma de medir o *spread* bancário. Entretanto, é preciso notar que a diferença entre o Brasil e os demais se reduz de modo expressivo exatamente no período entre 2010 e 2014, que compreende o período de ação estatal deliberada para reduzir taxas de juros e *spreads*. Neste período, a redução observada na margem líquida de juros dos bancos colocou o Brasil no mesmo patamar dos outros países entre 2% e 4%. Há, portanto, a indicação de que a busca deliberada pelo governo de redução do poder dos bancos privados de determinar as condições de oferta e taxa de juros efetivamente contribuiu para a redução da margem líquida de juros da economia.

A diferença menor entre o Brasil e os demais países nesta forma de medir o *spread* pode estar relacionada à fatores como inadimplência mais elevada, que reduziria a receita com juros e, tudo o mais constante, o juros líquido. Pode também estar relacionada a uma menor eficiência do sistema bancário no Brasil²⁴, que extrai uma

²⁴ Gelos (2009) realiza exercício empíricos e encontra que para os bancos em países da América Latina os custos indiretos (bank overhead costs) estão positiva e significativamente correlacionados às margens de *spreads* mais elevadas na região.

elevada renda do setor não financeiro por meio da fixação de elevados *spreads ex-ante*, mas converte propriamente menos em “taxa de lucro bancária” *ex-post*. Mesmo assim, o Brasil ocupa a primeira posição em quase todos os anos, especialmente entre 2000-2007 e 2015-2021, nesta variável. Ou seja, os bancos lucram razoavelmente mais no Brasil a partir das operações que rendem juros.

Gráfico 3 – Margem líquida de juros (“taxa de lucro” bancária)



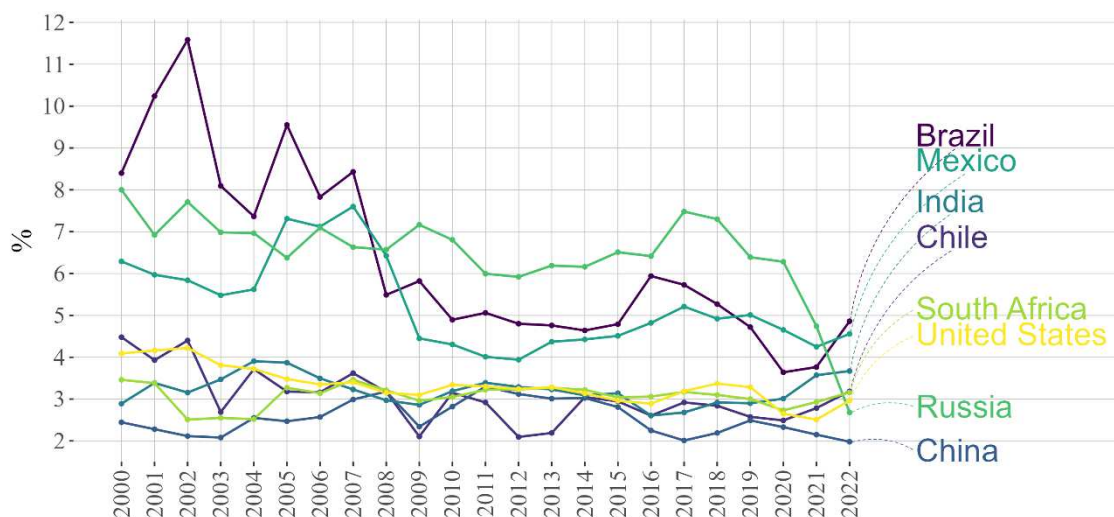
Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mundial

No gráfico 4 também é apresentada a medida de *spread ex-post* (margem líquida de juros), agora a partir de outra fonte de dados. Para este gráfico foram utilizados os dados disponibilizados pela plataforma Fitch Connect, vinculada à Fitch, agência de *rating*. Os dados originais são divulgados ao nível do balanço dos bancos, e aqui, para evitar a influência de valores discrepantes, foram agregados pela mediana de cada país em cada ano. Além de servir de comparação com os dados apresentados anteriormente, outra vantagem desta base de dados é possibilidade de selecionar o segmento bancário da amostra. Foram então considerados no gráfico 4 somente os bancos do segmento “universal commercial banks”. Foram excluídos bancos de nichos de mercado mais específicos ou de natureza muito distinta como “Retail & Consumer Banks” e “Development Banks”²⁵. Assim, espera-se ter uma visão mais

²⁵ A lista completa de segmentos excluídos é: "Islamic Banks", "Wholesale commercial banks", "Other Banks", "Development Banks", "Bank Holding Companies", "Bank Financing Vehicles/Special Purpose Entities",

precisa, mesmo que imperfeita, da margem líquida de juros auferida no mercado pelos maiores bancos. Note que esta forma de medida *ex-post* é mais próxima da noção de “taxa de lucro” bancária, portanto, não sendo diretamente determinada pelos bancos, como a taxa *ex-ante*.

Gráfico 4 – Margem líquida de juros (Mediana anual de bancos comerciais universais)



Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect

O gráfico 4 mostra que existem dois grupos de países, em termos de nível da margem líquida de juros. Um grupo em que o nível esteve em torno de 3% na maior parte do período (China, Estados Unidos, África do Sul, Chile e Índia), e outro grupo com valores mais altos, em torno de 5% a 7% (Brasil, Rússia e México). O Brasil está no segundo grupo. Essencialmente, são dois os períodos que alteraram o patamar da margem líquida de juros no Brasil. O Primeiro, e mais importante pelo fato de que a redução ter sido mais abrupta, foi em 2008, momento da crise internacional e de redução das taxas de juros dos bancos centrais nos países desenvolvidos. Até este ano, o Brasil apresentava os maiores valores de margem líquida de juros entre todos os países. A média das “taxas de lucro” bancária no Brasil entre 2000 e 2007 foi de 9,01% e caiu para 5,03% entre 2008 e 2015. Em seguida, na fase de semi-estagnação do crescimento no país e de pandemia, entre 2017 e 2021, a taxa média cai de modo

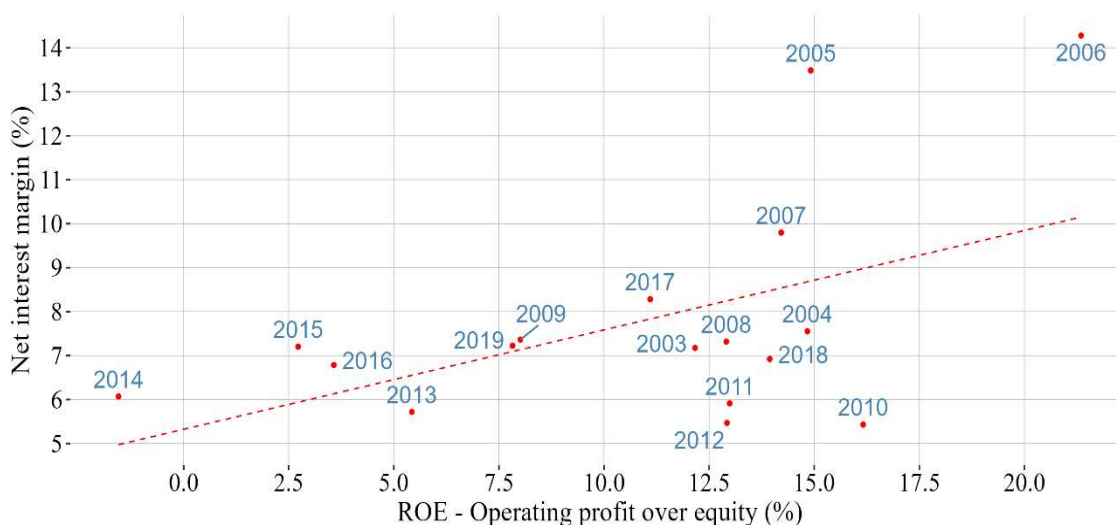
"Trading & Investment Banks" , "Trade Finance Banks", "Trust & Processing Banks", "Securities Firms", "Central Banks" e bancos sem classificação de segmento.

mais paulatino para 4,85%. Ao final do período, o Brasil volta a apresentar o maior valor da variável entre os países (4,86%).

Em síntese, a comparação das margens de *spread* bancário entre os países releva a posição do Brasil quase sempre liderando em termos de maiores valores. Essa posição indica uma elevada capacidade dos bancos de fixarem margens de juros (*spread ex-ante*) acima do custo de captação, o que impacta a margem líquida de juros (*spread ex-post*), também entre as mais altas do conjunto de países. A comparação revela também que, possivelmente fatores internos e externos contribuíram para uma redução das margens de *spread* dos bancos brasileiros no período mais ou menos compreendido entre 2008 e 2013, exatamente um período de crise financeira internacional que abriu espaço para o governo conduzir medidas de maior coordenação do sistema de crédito, com impacto sobre o patamar de *spread* existente no país.

Como era de se esperar, a margem líquida de juros é relevante para a rentabilidade dos bancos brasileiros. O gráfico 5 mostra uma correlação positiva entre essa variável e a lucratividade dos bancos, medida pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE, na sigla em inglês). Isso mostra que as operações tradicionais dos bancos de auferirem lucros por meio da realização de operações de crédito (operações que rendem juros) continuam sendo importantes definidores da rentabilidade dessas instituições no Brasil. Portanto, a capacidade das instituições financeiras de moldarem o funcionamento do mercado de crédito a seu favor continua sendo relevante para a apropriação da renda gerada no processo produtivo. Essa característica levanta a questão de qual é a importância relativa das receitas com juros para os bancos, o que será mostrado mais adiante.

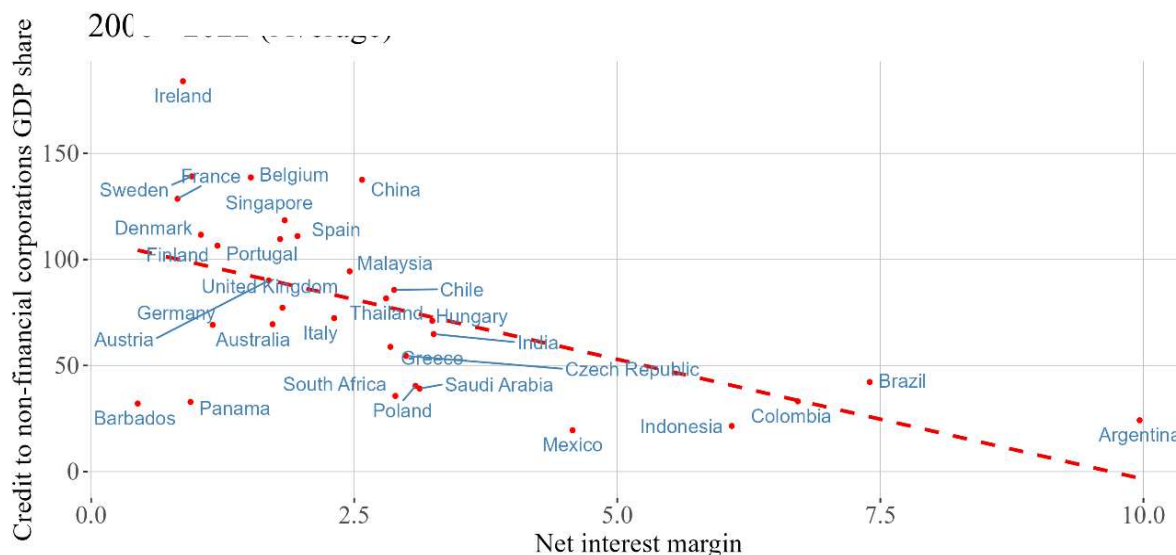
Gráfico 5 – Brasil: Correlação entre lucratividade (ROE) e margem líquida de juros – Média anual dos bancos comerciais universais



Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect

Ao mesmo tempo, por outro lado, há uma correlação negativa entre a margem líquida de juros e o volume de crédito às empresas não financeiras como proporção do PIB dos países, o que é mostrado no gráfico 6. Ou seja, o volume das operações de crédito para as empresas em um determinado país não é indiferente à capacidade dos bancos de auferirem lucros mais elevados sobre suas operações de crédito. De um lado, a baixa oferta de crédito como proporção do PIB favorece a posição dos bancos de elevar os *spreads*, uma vez que o crédito sendo escasso, as empresas que buscam acesso ao crédito precisam concordar com as condições impostas pelos bancos. E, de outro lado, *spreads* elevados inibem a demanda por crédito, resultando em baixo volume de crédito como proporção do PIB. Contudo, considerando que a demanda por crédito é elástica em relação ao *spread*, tem-se que a redução do capacidade do bancos de extrair mais renda por meio de *spreads* mais elevados seria favorável ao aumento do volume de crédito. Note no gráfico 6 que o Brasil se encaixa notavelmente na condição de elevada margem líquida de juros e baixo volume de crédito como proporção do PIB. Isso reforça a posição do Brasil que tem sido destacada nesse capítulo como um país que apresenta fortes peculiaridades no mercado de crédito, expressando um poder estrutural das instituições financeiras igualmente peculiar.

Gráfico 6 – Correlação entre a margem líquida de juros e o crédito para empresas não financeiras como proporção do PIB – Média para os países entre 2000 e 2022



Fonte: Elaboração própria com dados do BIS e do Banco Mundial

Tendo caracterizado o comportamento do Brasil em termos da variável chave da capacidade dos bancos de fixarem preço e auferirem lucro no mercado de crédito, as margens de *spread*, vale observar outras características do sistema de crédito do Brasil em comparação com outros países que permitem ter um quadro mais amplo de como a relação entre setor financeiro e não financeiro se expressa.

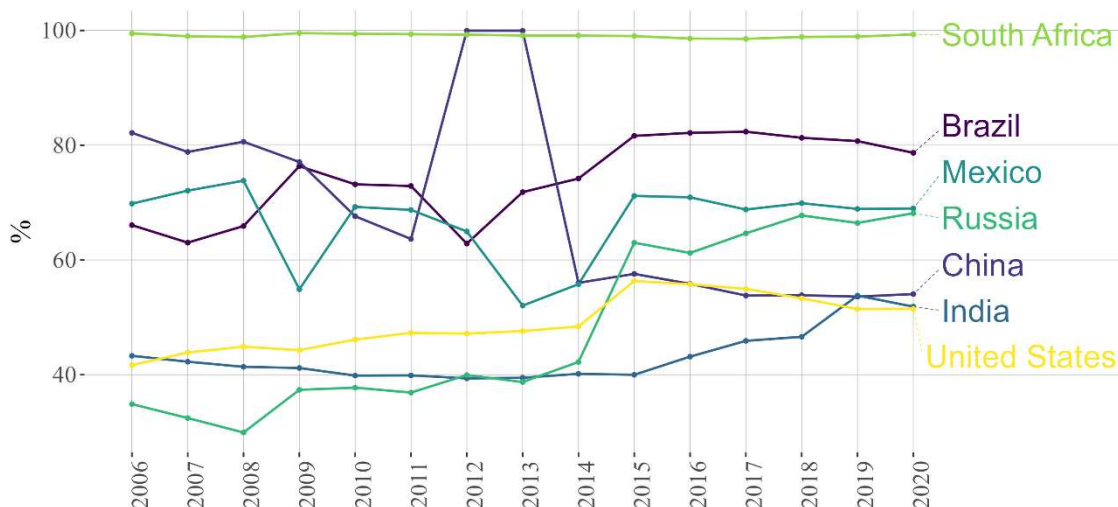
O gráfico 7, feito com dados compilados pelo Banco Mundial, mostra a concentração do setor bancário a partir da participação dos cinco maiores bancos em cada país no total do ativo do sistema bancário. À exceção da África do Sul, que mostra uma concentração praticamente total nos cinco maiores bancos, o gráfico indica a presença de dois grupos de países. Um grupo com concentração mais baixa nos anos mais recentes (2015 a 2020) formado por EUA, China e Índia e outro com concentração mais elevada formado por Rússia, México e Brasil. Deve-se notar que esse foi o mesmo agrupamento de países observado na variável margem líquida de juros, em que os países com as maiores margens são os mesmos que apresentam as maiores concentrações bancárias.

O Brasil é, desde 2014, o país com maiores níveis de concentração entre todos os países. Portanto, mesmo em comparação internacional, a concentração é uma

característica marcante do setor bancário brasileiro. Também nesta variável, como havia sido para o *spread* bancário, se observa um movimento no Brasil entre os anos 2009 e 2012 de redução da concentração, que cai do patamar de 80% para em torno de 70%, para em seguida voltar ao patamar anterior a partir de 2015.

A literatura empírica sobre o impacto da concentração bancária sobre as taxas de juros praticadas pelos bancos encontra resultados em direções opostas. Por um lado, a concentração pode favorecer economias de escala e aumento de eficiência e, portanto, provocar redução das margens de *spread* (KASMAN, *et al*, 2010; TARUS, *et al*, 2012), por outro lado, maior concentração significa maior poder de mercado e, portanto, maior poder de fixar *spreads* mais elevados (DEMIRGÜÇ-KUNT e HUIZINGA, 1999; MAUDOS e DE GUEVARA, 2004). Contudo, se considerarmos, 1) a abordagem teórica aqui adotada de que um maior poder estrutural dos bancos, permite a eles um maior espaço para moldar o mercado de crédito a seu favor, e 2) a análise sobre o *spread* bancário realizado anteriormente, dificilmente pode-se concluir que a concentração bancária esteja favorecendo o estabelecimento de um nível de taxa de juros mais baixo no Brasil. Ademais, o período de redução no Brasil das margens de *spread* bancário coincide, de modo geral, com o período de redução da concentração bancária.

Gráfico 7 - Concentração bancária: participação dos cinco maiores bancos no total do ativo do sistema bancário (2006 – 2020)



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mundial

Poderia se argumentar que, a despeito das elevadas margens de juros dos bancos e da concentração bancária no Brasil, o mais importante é se o montante de crédito concedido é compatível com os padrões internacionais, isto é, se o volume de crédito não difere do padrão internacional, apesar dos *spreads* mais elevados no Brasil. Uma forma de abordar essa questão é observar a proporção de crédito em relação ao PIB, indicador este, apresentado de modo resumido no gráfico 6, é agora apresentado em sua evolução, a partir de dados disponibilizados pelo BIS.

Os gráficos 8 apresenta o crédito total em cada país para empresas não financeiras, tanto públicas, quanto privadas. Conforme os economistas do BIS²⁶, no crédito total estão incluídos o crédito bancário e os títulos lastreados em empréstimos (“*securitised credits*”), de origem tanto nacional, quanto estrangeira. Isto é, não inclui somente crédito bancário doméstico. Apesar disso, a vantagem desta variável é permitir observar exclusivamente os empréstimos às empresas não financeiras, portanto, excluindo o crédito às famílias, e assim possibilitando uma visualização mais próxima do financiamento da produção e do investimento.

De modo geral, o que o gráfico 8 mostra é uma tendência de elevação do crédito como proporção do PIB para empresas não financeiras a partir da segunda metade dos anos 2000, em diferentes intensidades, exceto pela Índia. Isto traz uma primeira constatação relevante de que o acesso das empresas à capital de terceiros via crédito se tornou mais, e não menos, relevante nas últimas décadas. Mesmo nos Estados Unidos, que possui o mercado de capitais mais desenvolvido, também houve aumento do crédito às empresas não financeiras como proporção do PIB. Merece destaque o fato de que China, Chile e Rússia apresentaram um crescimento acelerado dessa variável entre 2010 e 2015, que ocorreu no Brasil, mas em intensidade consideravelmente menor.

O Brasil ocupa as posições inferiores entre os países em relação ao crédito total para empresas não financeiras. Após um período de queda desta proporção entre 2002 e 2007, que também ocorreu em outros países, o Brasil realiza um aumento considerável de 31,7% para 51,9% do PIB entre 2007 e 2015. Exceto pelo ano de 2015, este período de aumento da proporção de crédito para as empresas não

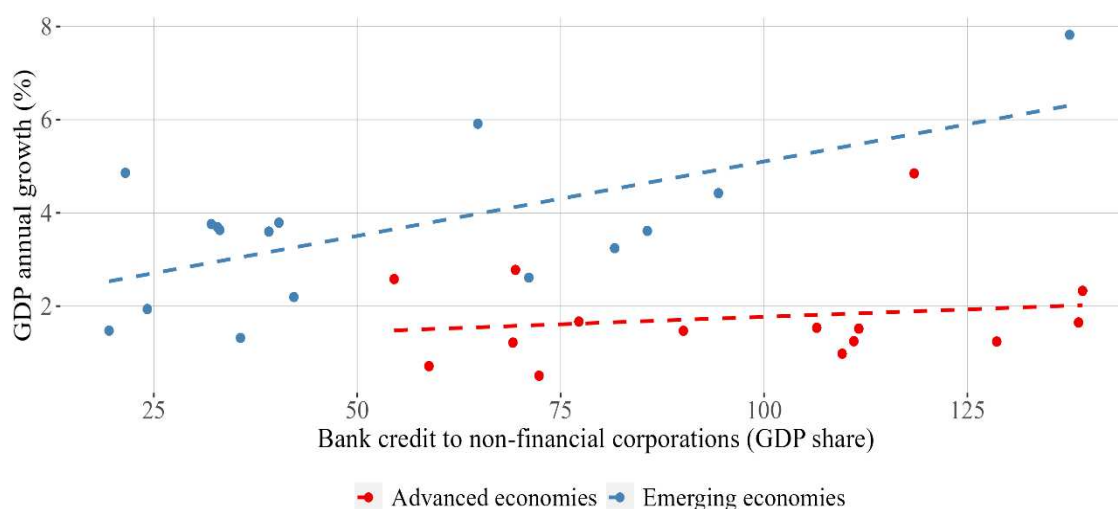
²⁶ Ver Dembiermont, Drehmann e Muksakunratana (2013).

que, em conjunto, expressa um considerável poder dos bancos em comparação às empresas em condicionar o mercado de crédito a seu favor.

Ainda sobre o crédito bancário para as empresas não financeiras, vale explorar um pouco mais sua relevância na dinâmica econômica, uma vez que isso reforça a importância das relações de poder entre setor financeiro e não financeiro no mercado de crédito. O gráfico 9 exibe a correlação entre o crédito bancário como proporção do PIB e o crescimento do PIB em seus valores médios para o período de 2000 e 2022, separadamente para países avançados e para países emergentes, segundo a classificação do FMI. Portanto, cada ponto no gráfico representa um país.

O que chama a atenção é a aparente correlação positiva para os países emergentes e a aparente inexistência de correlação para os países avançados. Esse resultado indica a importância relativamente maior do mercado de crédito bancário nos países subdesenvolvidos em comparação aos países avançados, os quais, em geral, possuem mercados de capitais com maior participação no financiamento das empresas.

Gráfico 9 – Correlação entre crédito bancário para empresas não financeiras e crescimento do PIB (média por país do período 2000-2022)



Fonte: Elaboração própria com dados do BIS e do Banco Mundial.

Naturalmente, essa possível correlação mais relevante para os emergentes não indica relação de causalidade entre as duas variáveis. Ainda assim, em termos teóricos, partindo-se do princípio da demanda efetiva, é esperado que uma expansão do crédito

à frente da expansão do PIB, em uma fase de crescimento econômico, contribua para efetivar as decisões de aumento de produção e investimento das empresas não financeiras, pois estas não precisarão se limitar aos lucros retidos, e assim se sustentará o crescimento do PIB e, principalmente, sua aceleração. Portanto, um sistema bancário mais voltado a financiar as empresas não financeiras parece ser uma condição relevante para o crescimento em países subdesenvolvidos. De modo equivalente, em situações como a do Brasil em que os bancos tendem a serem mais restritivos na oferta de crédito para as empresas não financeiras, ocorre ausência de uma alavanca relevante para o crescimento econômico sustentado. O que reforça a necessidade de se construir medidas de política econômica que ajam sobre o desequilíbrio estrutural de poder entre setor financeiro e não financeiro para impelir o primeiro ao financiamento do último.

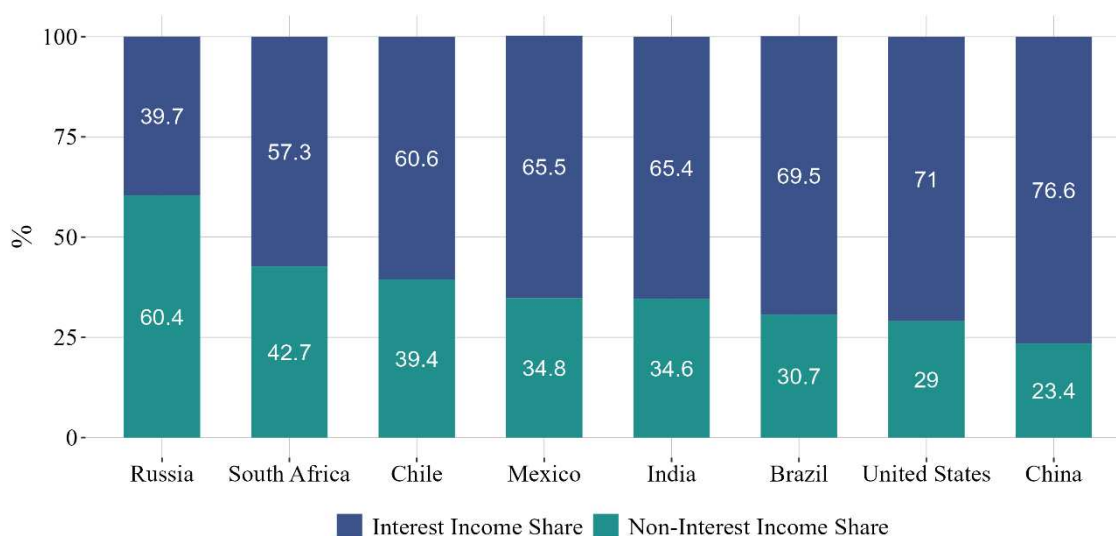
Dada a posição de destaque do Brasil em termos de margens de *spread* bancário, surge a necessidade de se observar qual é a importância relativa das receitas com juros dos bancos no Brasil no conjunto de suas receitas operacionais. Como será discutido mais extensamente a seguir, isso é relevante dado que existe na literatura uma investigação sobre a migração dos bancos para atividades menos baseadas em operações de crédito tradicionais e mais relacionadas com mercados de capitais (chamado de market-based banking system). Portanto, a depender da importância da receita com juros no total da receita operacional dos bancos, tem-se uma indicação da importância das operações de crédito para essas instituições na atualidade e, desse modo, tem-se uma indicação da importância de elas controlarem as condições sob as quais o sistema de crédito funciona no país.

Com esse objetivo, o gráfico 10 exibe a participação média entre 2009 e 2019 das receitas com juros e das receitas operacionais não relacionadas com juros²⁷, no total da receita operacional dos bancos (agregadas pela média de cada país). Novamente os dados foram extraídos das demonstrações financeiras disponibilizadas pela Fitch Connect. Foram selecionados somente os bancos do segmento de bancos comerciais universais. O que observa no gráfico 10 é que o Brasil está entre os países com maior

²⁷ O que inclui ganhos líquidos em negociações e derivativos, ganhos líquidos em outros títulos, taxas e comissões líquidas e outras receitas operacionais. Ver definição em: <https://databank.worldbank.org/metadataglossary/global-financial-development/series/GFDD.EI.03>

parcela da receita operacional advinda de juros. Entre os países subdesenvolvidos, o Brasil apresenta receita operacional não relacionada com juros somente acima da China, indicando que a receita com operações que rendem juros é relativamente mais importante na geração de receita dos bancos brasileiros. Desse modo, vê-se o controle das condições de crédito continua essencial para os bancos brasileiros gerarem receita.

Gráfico 10 – Receita com juros e receita não relacionada com juros no total da receita operacional (média por país do período 2009-2019)

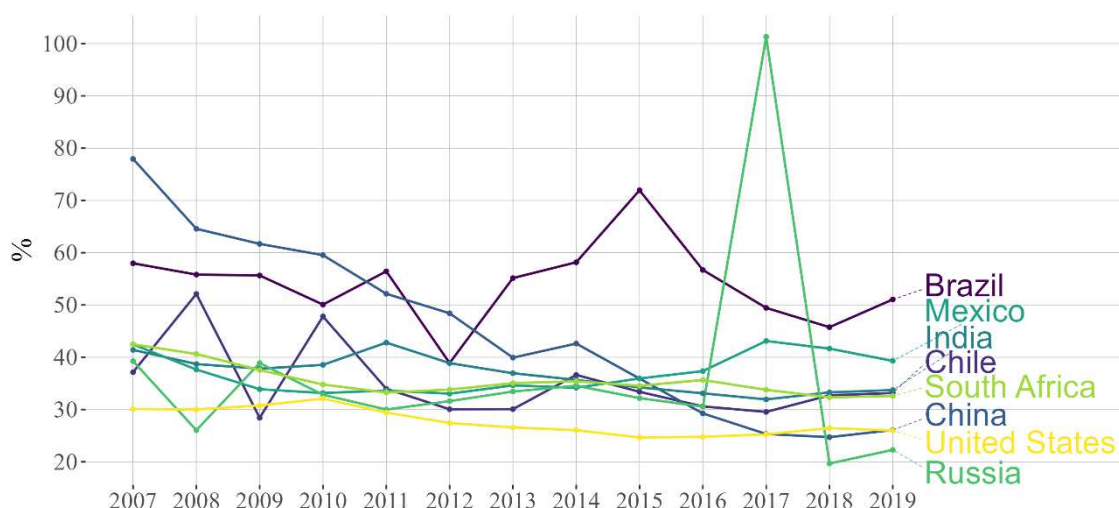


Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect.

Ainda mensurando a relevância dos juros na geração de receita dos bancos, o gráfico 11 mostra a razão entre a receita líquida de juros e o patrimônio líquido total, conhecida como margem de juros sobre o patrimônio líquido. A utilização do patrimônio líquido como denominador permite captar a importância da receita com juros no estoque de toda a riqueza acumulada em determinado período, após todas as operações dos bancos, tanto operações tradicionais de concessão de crédito, quanto as operações voltadas ao mercado de capitais, além de outras eventuais receitas. Desse modo, a proporção das receitas de juros sobre o patrimônio líquido representa outro ângulo, mais amplo, da importância das operações que rendem juros para os bancos, diferentemente da proporção em relação à receita operacional, que não inclui todas as fontes de receitas.

O gráfico 11 mostra a evolução dessa variável de 2007 a 2019 para o grupo de países selecionados. Apesar das oscilações, que contém fatores conjunturais, os países apresentam razoável estabilidade na margem líquida de juros sobre patrimônio líquido. A exceção é a China que aparentemente passa por uma transformação estrutural nessa variável (com diminuição consistente), que a coloca no mesmo nível que os EUA ao final do período. Por sua vez, o Brasil é o país em que a margem de juros sobre o patrimônio líquido é a maior entre os países na maioria dos anos. Essa razão flutua no caso do Brasil em torno de 50%, enquanto nos demais países, entre 30% e 40%. Portanto, é possível concluir que, mesmo em comparação com outros países subdesenvolvidos, as receitas com juros são proporcionalmente mais relevantes para os bancos brasileiros.

Gráfico 11– Razão entre receita líquida de juros e patrimônio líquido (Média para os bancos comerciais universais dos países entre 2007 e 2019)



Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect.

Os pontos discutidos nos parágrafos anteriores indicam que o mercado tradicional de crédito continua particularmente relevante para a rentabilidade dos bancos no Brasil. Mas esses pontos também remetem à questão mais ampla sobre se o sistema bancário no Brasil caminhou ou não na direção de um modelo de atuação chamado na literatura de “market-based banking” (MBB), isto é, bancos dependendo menos de operações tradicionais de concessão de crédito e mais de operações típicas de mercado de capitais (HARDIE e HOWARTH, 2013). A importância principal da investigação sobre MBB para a presente pesquisa reside na proposição feita pelos

autores dessa linha de que a alteração do modelo de atuação dos bancos reduz o poder destas instituições em determinar as condições em que o crédito é ofertado, conforme a citação abaixo sintetiza:

Central to the bank-based system, and to the existing dichotomy, is therefore banks' 'financial power' [...]. Unless 'the movement of prices in the markets reflects [the] concentration of market power' (Zysman 1983, 72), the bank-based/capital market-based distinction is largely meaningless, because the movement of prices in bank lending would be determined by the market in the same way as the prices of other financial assets. [...] In reality, banks acting as agents in terms of their business models have undermined their 'financial power' in lending to NFCs [Non-financial corporations]. Banks have increasingly turned themselves into market intermediaries in these lending activities. (HARDIE, MAXFIELD e VERDUN, 2013)

Alguns comentários devem ser feitos sobre a citação acima para deixar claro a relação com a presente pesquisa. Em primeiro lugar, os autores propõem uma refutação da validade para a atualidade da tipologia clássica utilizada por Zysman para os sistemas financeiros, se *bank-based* ou *market-based*. Ainda que a presente pesquisa não tome a tipologia de Zysman como ferramenta analítica, ela se baseia na demonstração feita por esse autor da capacidade dos bancos de direcionar os fluxos de crédito em uma ou outra direção. Em segundo lugar, essa refutação da tipologia de Zysman é baseada na hipótese de que os bancos deixaram de ser agentes ativos do mercado de crédito, no sentido de concentrar poder e condicionar o mercado, para se tornarem intermediários, definidos como aqueles que somente repassam as condições de crédito sancionadas pelos agentes financeiros não bancários. Em terceiro lugar, tem-se a conclusão de que os bancos realizaram uma auto redução do seu "financial power" no mercado de crédito ao migrarem para uma atuação de meros intermediários. Logo, se o sistema bancário brasileiro puder ser enquadrado nas características de um *market-based banking*, a questão do poder estrutural dos bancos em determinar as condições do mercado de crédito em contraposição às empresas não financeiras deveria ser relativizada.

Então, com o objetivo de sugerir uma possível resposta à questão de se o Brasil possui atualmente um sistema bancário com características de MBB, seguindo o método de análise comparativa dessa literatura, são apresentadas a seguir variáveis de balanço financeiro dos bancos comerciais de diferentes países para se observar qual é a posição relativa do Brasil em termos das características entendidas por essa literatura como definidores de um sistema MBB.

6.3 O sistema bancário brasileiro é *market-based*?

O argumento central da literatura sobre MBB, que se desenvolveu após a crise financeira global de 2008, é que nos países desenvolvidos, em diferentes graus, os bancos comerciais se distanciaram do modelo de operação tradicional baseado em captação de depósitos do público e concessão de empréstimos ao setor não financeiro, obtendo lucro basicamente pelo diferencial de taxa de juros entre operações de captação e de empréstimos e retendo as dívidas até o vencimento; e se aproximaram de um novo modelo em que o foco é criar ativos financeiros para serem vendidos no mercado financeiro. Neste novo modelo, a concessão de empréstimos bancários ao setor não financeiro tem a função de simplesmente servir de lastro para os ativos financeiros que serão criados e vendidos aos agentes financeiros como os investidores institucionais, garantindo o fluxo de rendimentos (HARDIE e HOWARTH, 2013a).

Como este novo modelo de operação diminui a capacidade dos bancos em determinar as condições de oferta de crédito, segundo a literatura sobre MBB? Por dois canais. O primeiro é pelo lado do passivo dos bancos. O volume de depósitos captados do público pelo banco comercial passa a ser cronicamente menor que o volume de empréstimos que o banco pretende gerar para em seguida securitizar (chamado de “funding gap”). Com isso, o banco comercial busca novas fontes de *funding* para manter o ritmo desejado de geração de empréstimos. Ocorre que essas novas fontes de *funding* são encontradas no mercado financeiro sob a propriedade de outras instituições financeiras (“wholesale funding”) e que são menos estáveis em termos de fluxo e taxas de juros do que os depósitos do público e sujeitas às variações abruptas de preferência por liquidez. Desse modo, as condições de oferta de crédito para o setor não financeiro serão condicionadas pelas condições que o banco comercial encontrará para acessar essas fontes de *funding*, condições estas que estão fora de seu controle (HARDIE e HOWARTH, 2013a).

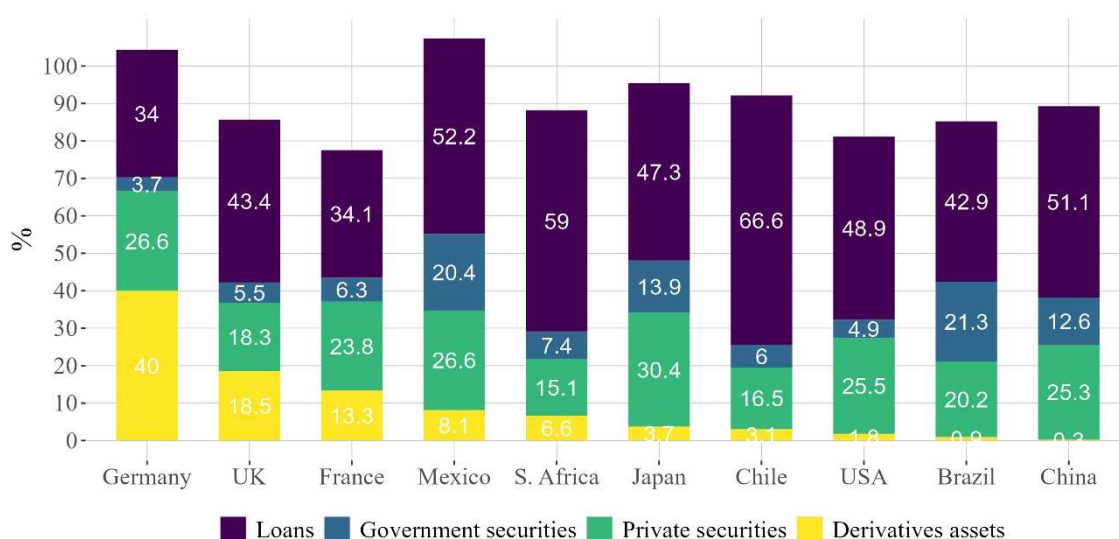
O segundo canal a afetar a capacidade do banco comercial de determinar as condições de oferta de crédito no novo modelo de operação é a demanda dos agentes financeiros pelos ativos financeiros lastreados nos empréstimos gerados pelo banco comercial (“asset-backed securities”). O volume de operações de crédito que o banco comercial estará disposto a ofertar ao setor não financeiro será diretamente

proporcional à demanda dos outros agentes financeiros não bancários por esses ativos e estará sujeito às condições que prevalecerem na negociação destes ativos. A conclusão é que o banco comercial se torna um tomador de preços e condições do mercado financeiro e repassa essas condições para o setor não financeiro na geração de operações de crédito. Assim, o banco comercial deixa de estar no topo da hierarquia de decisão sobre as condições de oferta de crédito. Além disso, sob o modelo MBB de operação, o banco comercial amplia a fatia de seu ativo em operações típicas do mercado financeiro, como derivativos e compra e venda de títulos (“trading securities”), e reduz a fatia dos empréstimos.

A partir dessa abordagem de MBB, onde se localiza o sistema bancário brasileiro na atualidade em comparação com outros países? Para enfrentar esta questão, essa seção apresenta variáveis extraídas dos balanços dos bancos, também a partir da Fitch Connect, seguindo a literatura sobre MBB. De modo a captar possíveis estratégias *market-based* não presentes nos bancos comerciais, na amostra de bancos utilizada foram incluídos bancos dos segmentos *universal commercial banks*, *wholesale commercial banks* e *private bank*. Mas a base de dados também tem limitações. Por exemplo, na grande maioria dos anos, os balanços dos bancos constam na base de dados como reportados na modalidade consolidado, isto é, balanço de todo o conglomerado de empresas controladas por determinado banco. Mas pode ocorrer que determinado banco conste na base com balanço não consolidado em algum ano, isto é, da empresa individualmente. Isso é importante no contexto da análise das características de MBB, pois um banco comercial, cabeça do conglomerado, pode ter suas operações de mercado de capitais realizadas por uma subsidiária, o que somente seria captado no balanço consolidado. O prejuízo na análise é menor porque na grande parte dos anos os balanços foram reportados consolidados. Outra questão é que também pode ocorrer de os balanços estarem indicados como feitos seguindo um padrão contábil local e não um padrão internacional único, o que, portanto, pode gerar diferenças a respeito do que se inclui em cada conta. Considerando essas ressalvas, entende-se que a análise a seguir mantém-se indicativa da posição relativa do Brasil.

A análise começa com a apresentação de alguns componentes do ativo²⁸ dos bancos dos países selecionados, como uma média do período entre 2006 e 2018 (Gráfico 12). Esses componentes foram selecionados segundo sua natureza de serem mais ligados às operações de crédito tradicionais ou às atividades de mercado de capitais. Em primeiro lugar, corroborando a literatura MBB, observa-se que os países europeus (Alemanha, Reino Unido e França) apresentam uma distribuição entre esses componentes do ativo mais característica do sistema MBB, como se constata, principalmente, pela maior presença de derivativos, mas também de títulos privados, e pela menor presença de empréstimos como proporção do ativo (HARDIE e MAXFIELD, 2013; HARDIE e HOWARTH, 2013b; HOWARTH, 2013).

Gráfico 12 – Componentes selecionados do ativo (Média para os bancos de cada país entre 2006 e 2018)



Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect.

A posição do Brasil é intermediária. Por um lado, os bancos não apresentam uma parcela significativa de derivativos no seu ativo, afastando-os do padrão MBB. Neste critério, mesmo México e África do Sul estão mais posicionados na direção de operações típicas de mercado financeiro que o Brasil. Por outro lado, entre os países subdesenvolvidos, o Brasil apresenta a menor parcela de empréstimos (operações

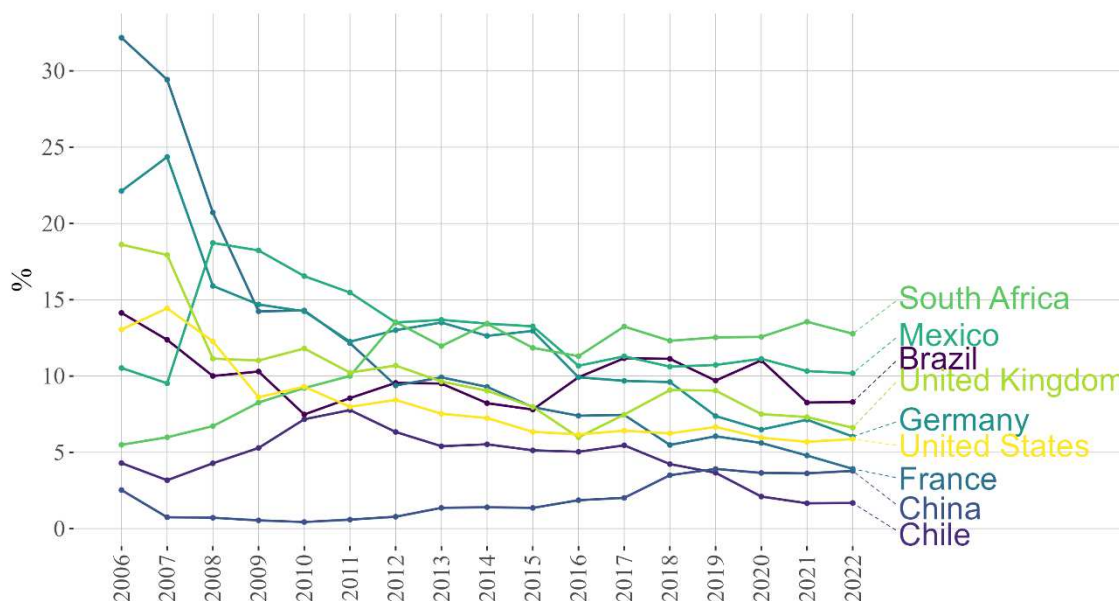
²⁸ Uma ressalva sobre esse dado é que há alguma sobreposição entre os componentes do ativo, pois no caso da Alemanha e do México a soma das participações supera 100%. Não foi possível identificar onde ocorreu a sobreposição para buscar expurgá-la.

tradicionais) no ativo dos bancos, e também menor que Japão e Reino Unido. Essa poderia ser uma indicação de presença de MBB no Brasil. Contudo, quando se observa os demais componentes do ativo, verifica-se que a parcela dos títulos financeiros privados no Brasil está entre as menores (somente acima de Chile, África do Sul e Reino Unido) e o componente em que o Brasil possui maior parcela entre todos os países são os títulos governamentais. Ou seja, a menor parcela de empréstimos na composição do ativo do sistema bancário brasileiro não corresponde a uma maior parcela de ativos mais arriscados do mercado financeiro, pelo contrário, corresponde a uma maior parcela de títulos mais seguros. Portanto, pela composição do ativo não se observa sinais de MBB no Brasil.

Outro componente do ativo dos bancos que também está associado a operações do tipo MBB são os *trading securities* (definidos como títulos mantidos com objetivo de venda para obter ganho com variações de curto prazo nos preços). O gráfico 13 exibe a evolução da participação percentual deste item no total do ativo, na média de cada país. Em primeiro lugar, nota-se que em geral ocorreu uma redução da parcela de *trading securities* no ativo dos respectivos sistemas bancários (especialmente nos países desenvolvidos) nos anos da crise financeira internacional, a partir de 2008, até por volta de 2011, quando ocorre uma estabilização que se mantém desde então. Nos últimos anos do período, esta variável esteve entre 2% e 13%, no conjunto dos países selecionados.

No conjunto, os países não diferem substancialmente entre si nesse critério. Por exemplo, há tanto países desenvolvidos como subdesenvolvidos nas posições de maior e de menor presença de *trading securities* no ativo. O Brasil está em uma posição intermediária ao longo de todo o período. Não apresentando característica distintiva relevante. De todo modo, como o Brasil se encontra na metade superior, isto é, com maior presença de *trading securities* no ativo, acima tanto de alguns países subdesenvolvidos como de países desenvolvidos, em termos comparativos, este componente do ativo está em um nível mais próximo de uma característica de modelo MBB.

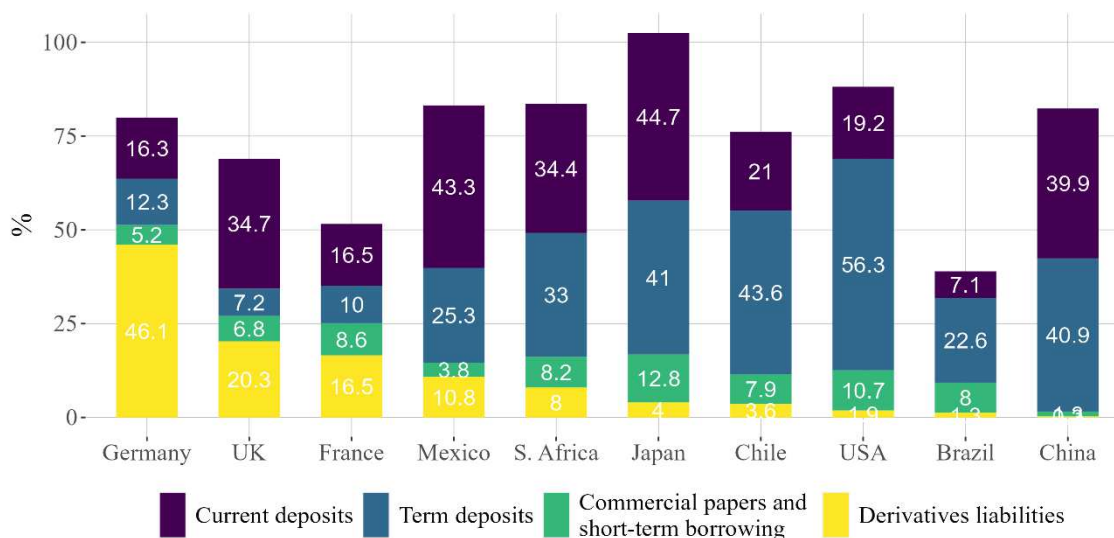
Gráfico 13– Participação de trading securities no total do ativo (Média para os bancos de cada país entre 2006 e 2022)



Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect

A seguir se observa o lado do passivo dos bancos. O gráfico 14 apresenta itens que compõem as fontes de *funding*. Primeiramente, o padrão de presença de instrumentos derivativos se repete. Os países europeus apresentam as maiores parcelas desta categoria e também as menores parcelas de depósitos (principalmente de depósitos a prazo), que são fontes tradicionais e mais estáveis de *funding*. Em todos os demais países há uma os depósitos são largamente a principal fonte de *funding* para os bancos, o que os distancia do modelo MBB. Além disso, outro item ligado às fontes de captação típicas de mercado de capitais, os *commercial papers* (títulos de dívidas de curto prazo emitidos pelos bancos para captar recursos rapidamente e sujeitos às variações de percepção de risco dos agentes) e os *short-term borrowings* (captações de curto prazo de modo geral) possuem baixa e semelhante participação em todos os países, tornando-se difícil afirmar que sob este critério, o MBB é um fenômeno generalizado.

Gráfico 14 – Componentes selecionados das fontes de funding (Média para os bancos de cada país entre 2006 e 2018)



Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect

Como autores da literatura de MBB reconhecem, as mudanças em direção ao modelo MBB ocorreram em graus e modos distintos entre os países desenvolvidos. No caso dos EUA, em particular, o MBB ocorre por meio dos bancos de investimento, fundamentalmente, e não pelos bancos comerciais (HARDIE e MAXFIELD, 2013), o que torna o balanço dos bancos comerciais deste país distante do modelo MBB. Contudo, a despeito das particularidades de cada país, segundo essa literatura, uma mudança chave para o modelo MBB é que a posição dos bancos no interior do sistema de oferta de crédito muda porque passam a levantar fundos com outras instituições financeiras, no mercado de capitais, o que impõem condições próprias, e assim os bancos perdem margem de decisão sobre as condições crédito que ofertam, em comparação com o *funding* via depósitos de clientes. Assim sendo, uma vez que os itens de *funding* ligados ao modelo MBB possuem pouca presença nos países não europeus, como o gráfico 14 mostra, é improvável que essa mudança e sua consequência sobre a posição dos bancos no mercado de crédito seja uma marca generalizada dos países, em especial dos subdesenvolvidos, que possuem mercados de capitais relativamente menos desenvolvidos.

Por limitação da base de dados, a análise da posição relativa do Brasil nesse critério em particular está parcialmente comprometida, pois a soma das parcelas desses itens do *funding* é muito menor que o total do passivo, quando comparado com os outros

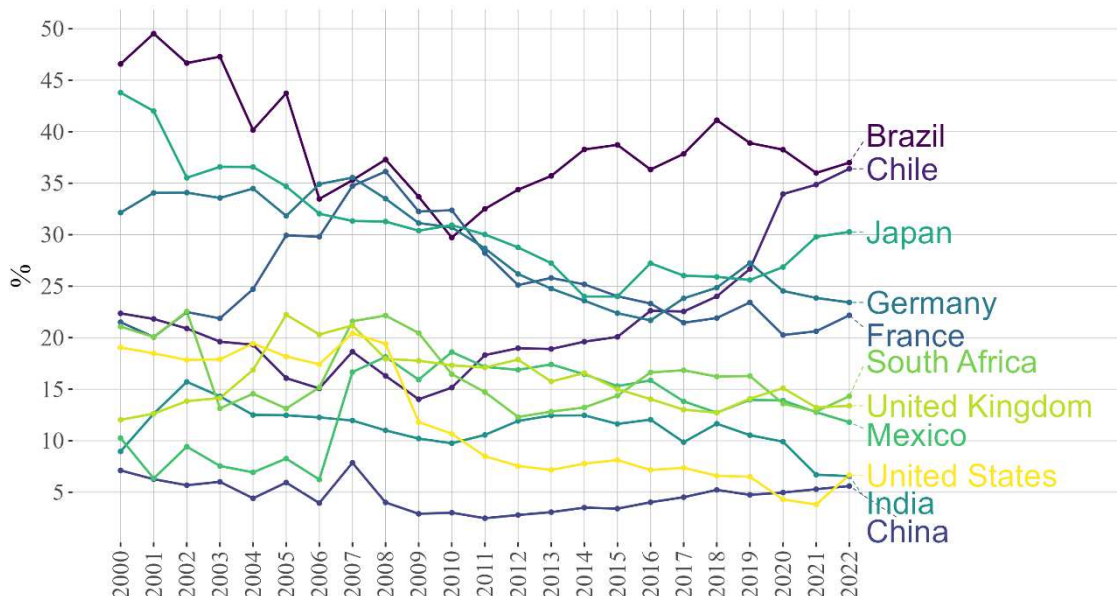
países. Ainda assim, em termos das proporções entre os itens no próprio país, nota-se que o Brasil repete o padrão de elevada concentração em depósitos como fonte de *funding*, principalmente de depósitos a prazo, e de baixa presença dos itens ligados ao modelo MBB. Desse modo, nesse critério, em que pese a limitação dos dados, não é possível afirmar que o Brasil possui característica do modelo MBB.

Ainda sobre a estrutura de *funding*, o gráfico 15 mostra a participação do *wholesale funding*²⁹ (fontes de captação por atacado) no total do *funding* dos bancos. O *wholesale funding* representa a agregação de um conjunto de instrumentos de captação dos bancos no mercado financeiro e é utilizado na literatura sobre MBB como indicação da relevância dessas fontes de *funding* em alternativa aos depósitos captados de clientes. A suposição, a princípio, é de que quanto maior o a parcela de *wholesale funding*, mais os bancos estão submetidos às condições do mercado financeiro para captarem recursos e, logo, menor o poder dos bancos em determinar as condições de oferta de crédito.

Observando-se no gráfico 15 a evolução da parcela de *wholesale funding* no total de *funding* tem-se a indicação de que o Brasil apresenta uma característica de sistema MBB. Em quase todo o período, o Brasil apresenta as parcelas mais elevadas dessa variável entre todos os países. Além disso, entre 2010 e 2014, quando os países com maiores parcelas de *wholesale funding* afora o Brasil (Japão, Alemanha e França) apresentaram redução desta categoria, o Brasil passou por uma elevação. Ademais, ao final do período, à exceção do Chile, o Brasil possui patamar consideravelmente superior aos demais países subdesenvolvidos.

²⁹ Definido como: other deposits and short-term borrowings + total long-term funding + trading liabilities + preferred shares and hybrid capital accounted for as debt + preferred shares and hybrid capital accounted for as equity. Ver: FMI (2018), Anexo 2.1. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2018/Oct/ch2/Doc/annex-2-1.ashx>

Gráfico 15 – Parcela do wholesale funding no total do funding (Média para os bancos de cada país entre 2000 e 2022)



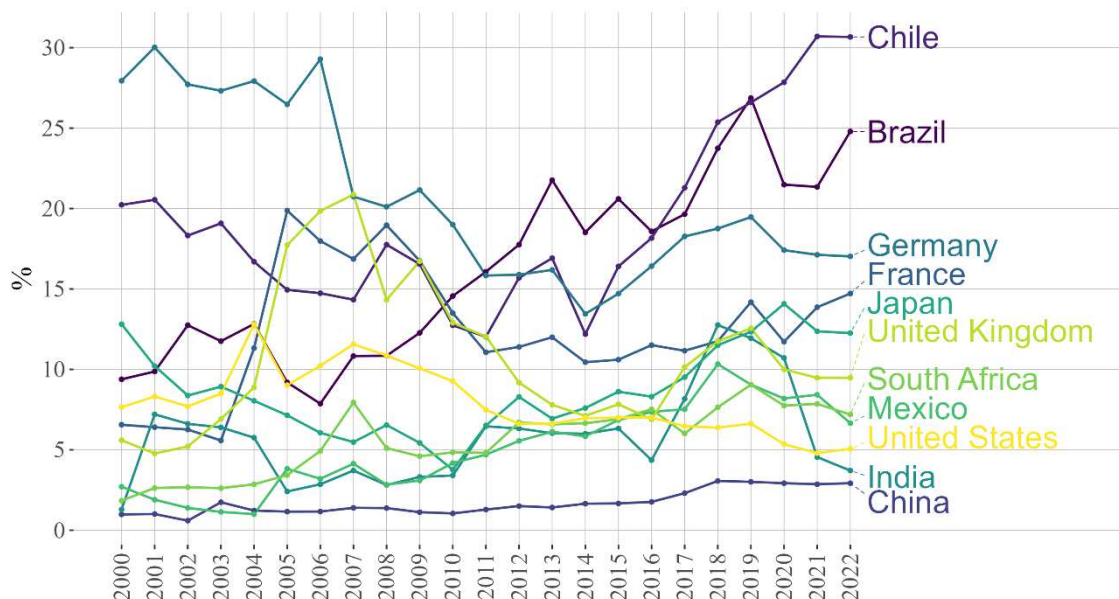
Fonte: Elaboração própria com dados da Fitch Connect

Mas algumas ponderações devem ser feitas sobre o caso brasileiro. A literatura sobre MBB sugere que a análise do tamanho da parcela de *wholesale funding* no total do *funding* dos bancos deve ser complementada pela observação das parcelas de fontes de captação de curto e de longo prazo no *funding*. A análise da maturidade do *funding* é importante, pois se fontes de curto prazo prevalecem reforça-se a característica de MBB do sistema bancário em questão. Mas se fontes de longo prazo prevalecem, as implicações do *wholesale funding* em termos de tornar a oferta de crédito bancário mais subordinada às condições existentes no mercado financeiro perdem importância, pois os bancos estarão menos pressionados pela necessidade de se refinanciar com frequência. Os gráficos 16 e 17 auxiliam nessa análise. Respectivamente, eles exibem a evolução da parcela de *funding* de longo e de curto prazo no total do *funding* dos bancos. Ressalta-se que nessas variáveis estão incluídas tanto as fontes de captação por atacado (*wholesale*) como as fontes de varejo (*retail funding*).

Quanto à parcela de *funding* de longo prazo (gráfico 16), entre 2000 e 2022, o Brasil evoluiu de uma posição intermediária para ser um dos países com maior parcela de *funding* de longo prazo, saindo de menos de 10% em 2007, para oscilar entre 20% e 25% a partir de 2013. Quanto à parcela de *funding* de curto prazo (gráfico 17) no período de 2006 a 2018, o Brasil apresentou uma queda entre 2008 e 2013, para em

seguida voltar ao mesmo patamar do início do período em torno de 10%, posicionando-se assim entre os quatro países com maiores parcelas. Nesse critério, portanto, os bancos no Brasil não caminharam na direção de se tornarem mais dependentes de captações de curto prazo.

Gráfico 16 – Evolução da parcela de funding de longo prazo no total do funding (Média para os bancos de cada país entre 2000 e 2022)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Fitch Connect

Outras ponderações para o caso brasileiro são relevantes para se compreender a natureza do *wholesale funding* (proporcionalmente elevado como mostrou o gráfico 15) e seus componentes de curto e longo prazo. Oliveira (2017, p. 234-6) mostra que entre as fontes de captação que não são depósitos dos cinco maiores bancos no Brasil (Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF), Bradesco, Itau-Unibanco, Santander), o que se elevou consideravelmente foram as Letras Financeiras (LFs), a partir de 2010, quando foram regulamentadas. No caso do BB e da CEF, a participação da LFs sai de virtualmente nulas em 2009 para 11,7% e 12,2% em 2014, respectivamente. Mas o fato mais relevante para a análise MBB é que as LFs são captações de longo prazo (mínimo de 2 anos) e sem possibilidade de resgate antecipado³⁰. Desse modo, a pressão exercida pelos compradores desses títulos

³⁰ Resolução CMN Nº 5.007, de 24 de março de 2022, Art. 5º. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5007>

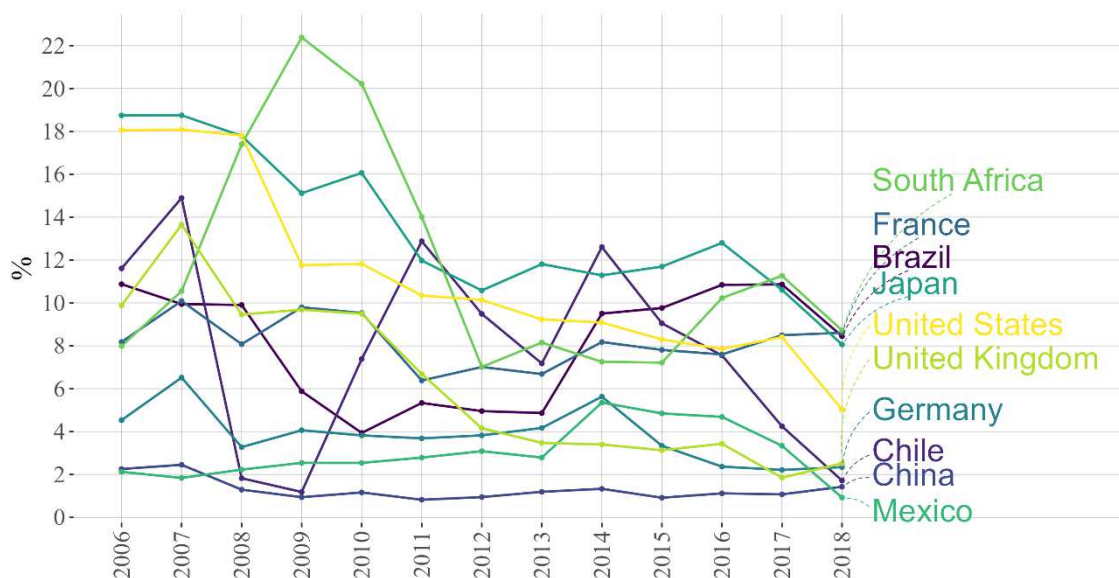
sobre os bancos é reduzida, uma vez que os bancos não precisam se refinanciar constantemente para honrar resgates de curto prazo. Ou seja, apesar de representarem um aumento de captação via mercados financeiros – que ajuda a explicar aumento do *wholesale funding* no Brasil – as LFs têm características que retêm nos bancos as condições de determinarem a oferta de crédito.

É relevante ter em conta também que, como mostra Oliveira (2017, p. 226-7), para o período 2007-2014 efetivamente ocorreu uma tendência de redução dos depósitos totais (*retail funding*) no passivo total dos cinco maiores bancos que operam no Brasil. Porém, há características nesse movimento que devem ser consideradas. Em primeiro lugar, ocorreu aumento real do volume de depósitos totais recebidos pelos bancos. Essa elevação do volume de depósitos ocorreu mais fortemente nos bancos públicos, mas também ocorreu nos bancos privados, apesar da trajetória de redução apresentada por Bradesco e Santander a partir de 2009. Em segundo lugar, o nível de participação dos depósitos totais no passivo é mais elevado nos bancos públicos. Desse modo, a queda da participação dos depósitos no passivo deve ser vista como resultante de uma expansão mais acelerada de outras fontes de captação para atender ao crescimento do ativo, e não como uma queda absoluta dos depósitos ou uma troca generalizada de *retail funding* por *wholesale funding*, em especial no caso dos bancos públicos que atuaram contra-ciclicamente diante da crise financeira global de 2008-2009, expandindo mais rapidamente o volume de crédito.

Uma última consideração sobre a captação em mercado financeiro, dos bancos no Brasil, diz respeito à natureza das captações de curto prazo em mercado aberto via operações compromissadas. Oliveira (2017, p. 238-9) mostra que os cinco maiores bancos aumentaram o volume dessas captações entre 2007 e 2014, movimento que foi mais intenso no Itaú, BB e Bradesco, ainda que em termos da participação dessa forma de captação no total do passivo, somente Itaú e Bradesco apresentaram elevação relevante no período. Ocorre que as operações compromissadas no Brasil estão largamente associadas à operacionalização da política monetária (DORNELAS e TERRA, 2021, cap. 1; BARBOSA e TERRA, 2025) . Conforme Lopreato (2015), as razões de elevação do volume de operações compromissadas a partir de 2007 – que saem de cerca de 6% da Dívida Líquida Mobiliária Federal Interna (DPMFi) no período 2004-2006 para 39,1% em 2010 - envolveram a necessidade de o BC enxugar liquidez

no momento de acúmulo de reservas com o *boom* das commodities e, em seguida, nos anos 2008 e 2009 com a maior demanda por liquidez dos bancos privados no momento agudo da crise financeira global.

Gráfico 17 – Evolução da parcela de funding de curto prazo no total do funding (Média para os bancos de cada país entre 2000 e 2022)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Fitch Connect

Assim, apesar de não haver informação pública (segundo nosso conhecimento) sobre a distribuição das operações de captação dos bancos via compromissadas entre operações com o BCB e operações com outros agentes financeiros, é razoável esperar que a parcela de operações realizadas com o BCB seja expressiva, dado a relevância que esse instrumento possui na gestão da liquidez por ele realizada. Ou seja, mesmo que a captação de mercado de curto prazo dos bancos tenha aumentado, ela provavelmente está largamente lastreada em títulos públicos e em operações diretas com a autoridade monetária, o que é o contrário de se elevar o risco de descasamento de maturidade entre ativo e passivo para os bancos ou de se reduzir o poder dos bancos de condicionar o mercado de crédito. Na verdade, as operações compromissadas no Brasil, sejam elas de captação ou de aplicação dos bancos, funcionam como um mecanismo de proteção do poder dos bancos em determinar as condições de crédito, visto que podem lançar mão dessas operações de modo seguro sempre que entenderem que devem ampliar ou contrair a oferta de crédito. Nesse

aspecto, o Brasil está mais próximo do que poderia ser chamado de *government-based banking* do que de um *market-based banking*.

De modo geral, não é possível afirmar que o Brasil possui um formato de sistema MBB, a partir da análise dos componentes do balanço dos bancos. Na verdade, uma conclusão geral dessa seção é que é a baixa probabilidade de que o sistema bancário no Brasil seja *market-based*, no sentido de deixarem de ser os principais condicionadores das condições do mercado de crédito, que é a questão relevante para esta pesquisa. É mais provável que os bancos tenham se adaptado às novas possibilidades de captação trazidas pelo crescimento dos agentes financeiros não bancários e pela forma de gestão de liquidez do Banco Central, porém sem se converter em um sistema majoritariamente subordinado aos agentes não bancários do mercado de capitais.

Em termos desta pesquisa, o que a conclusão acima sugere é que os bancos no Brasil não apresentam perda relevante de capacidade de determinar as condições do mercado de crédito, mantendo, portanto, válida na atualidade a abordagem aqui construída. Mas ainda assim vale dizer que se as indicações de existência de características MBB no Brasil tiverem impacto sobre o poder dos bancos em determinar as condições do mercado de crédito, a direção é tornar o sistema de crédito dirigido pelo mercado ainda menos apto a suprir as necessidades de financiamento do desenvolvimento.

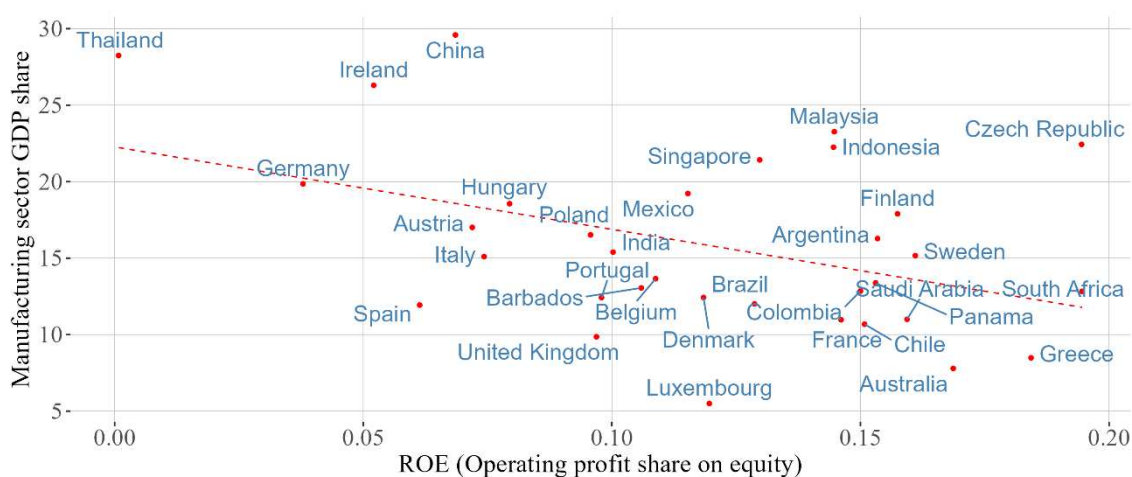
6.4 Lado produtivo: empréstimos bancários, investimento e a razão entre lucros e juros

É preciso em seguida investigar como essas características do mercado de crédito no Brasil se expressam do lado das empresas não financeiras. Uma questão relevante é se a natureza conflitiva entre setor financeiro e não financeiro no sistema de crédito e, principalmente, o desequilíbrio de poder a favor do primeiro no caso brasileiro, podem ser observados no lado produtivo da economia, no setor de manufatura em particular. A análise a seguir pretende abordar esse ponto.

Uma primeira visão, em um nível panorâmico, é fornecida pelo gráfico 18. Este gráfico exhibe as combinações para cada país da amostra (na média do período entre 2000 e 2022) entre a lucratividade média dos bancos (medida como lucro operacional sobre

patrimônio líquido (ROE)) e a participação do setor da Indústria de Transformação no PIB. O gráfico apresenta uma correlação negativa, porém não muito acentuada, entre essas variáveis, mas definitivamente não apresenta uma correlação positiva. Essa simples constatação diverge da interpretação dominante na literatura ortodoxa sobre o papel do setor financeiro para o desenvolvimento econômico dos países, a qual sugere que um sistema financeiro mais eficiente (sendo a lucratividade uma das medidas de eficiência) está associado a um melhor desempenho do lado real da economia.

Gráfico 18 – Correlação entre a lucratividade dos bancos e a participação da Indústria de Transformação no PIB (%) (Média dos países entre 2000 e 2022)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Fitch Connect e Banco Mundial

A partir da abordagem teórica aqui adotada, tem-se que um setor da Indústria de Transformação nacional e internacionalmente competitivo terá mais capacidade de autofinanciamento, portanto com maior margem de gestão da utilização de fundos externos. Além disso, terá maior poder de atração sobre o setor bancário, que por sua vez terá maior interesse em realizar operações de crédito com as empresas deste setor, gerando assim uma maior concorrência entre os bancos pela oferta de crédito e, conseqüentemente, levando a uma redução das margens líquidas de juros dos bancos e, em contrapartida, a um aumento da taxa de lucro do setor produtivo. Ou seja, um menor desequilíbrio estrutural de poder entre setor financeiro e setor não financeiro resulta em um sistema de crédito mais propenso ao financiamento do setor produtivo.

Entretanto, note que para esse mecanismo de mercado funcionar tem-se como pré-condição a não existência do desequilíbrio estrutural de poder entre setor financeiro e setor não financeiro. Mas é a existência do grande desequilíbrio estrutural entre os dois setores na condição de subdesenvolvimento do setor produtivo que gera um sistema financeiro alheio às necessidades do desenvolvimento e, assim, obstrui o funcionamento do mecanismo de mercado. Logo, não se pode esperar que o mecanismo de mercado gere essa pré-condição para seu próprio funcionamento, uma vez que essa pré-condição é definidora da condição de subdesenvolvimento. Um país já não seria subdesenvolvido se o grande desequilíbrio estrutural entre setor financeiro e não financeiro já tivesse sido superado pelo desenvolvimento do setor produtivo.

A seguir se avança na investigação do que ocorre nas empresas não financeiras. Para isso serão analisadas variáveis selecionadas de balanços financeiros de empresas de capital aberto do setor da Indústria de Transformação de um grupo de países que permitam a observação da posição relativa do Brasil. Os dados foram extraídos da Orbis Database. Essa base de dados é organizada por uma empresa do grupo da agência de *rating* Moody's. É a maior base disponível de dados no nível da firma para diferentes países, contudo, naturalmente, apresenta limitações³¹. Para a análise realizada neste trabalho foram selecionadas somente as variáveis com nenhuma ou baixa presença de valores faltantes. Todos os valores foram exportados da plataforma em dólar norte-americano. A amostra tem os seguintes números de empresas em cada país: Brasil, 245; China, 7.393; Índia, 3.113; México, 75; África do Sul, 119; Estados Unidos, 4.100. O Apêndice F contém a lista de empresas da amostra para o Brasil. Ressalva-se que não são todas as empresas que possuem dados disponíveis em todos os anos. Para minimizar a ausência de dados em cada ano, foi realizado um recorte temporal para o período em que a cobertura de informações era maior.

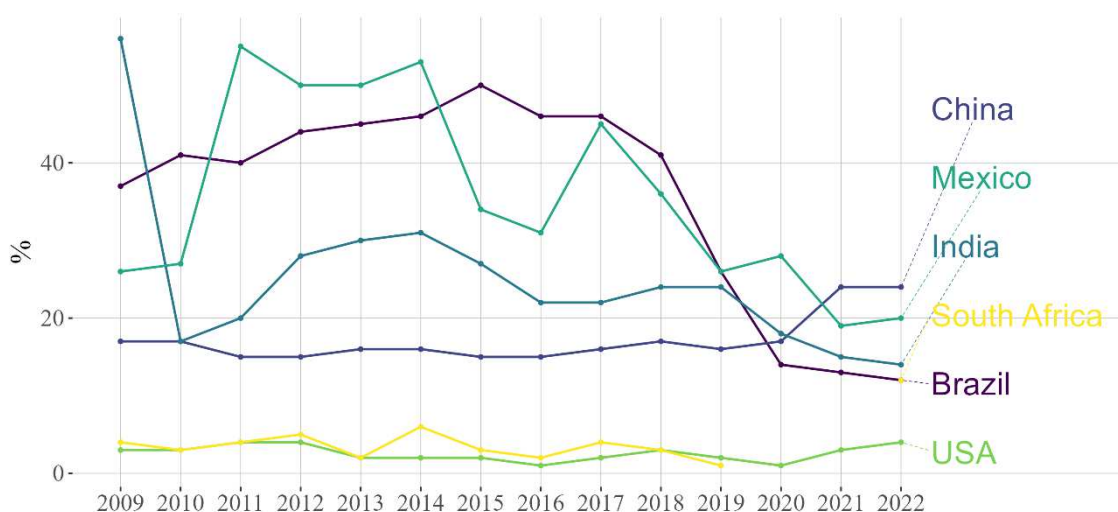
A relevância de se analisar as empresas de capital aberto listadas em bolsa está em que elas representam exatamente os casos de sucesso em cada país, isto é, as empresas que conseguiram acessar outras fontes de recursos de terceiros além do crédito bancário e estariam, assim, em uma situação de menor desequilíbrio estrutural

³¹ Para a análise das características, possibilidades e limitações da Orbis Database foram utilizados os dois trabalhos citados a seguir, além do escrutínio rigoroso próprio realizado nesta pesquisa. Ver: Bajgar, *et al.* (2020) e Kalemli-Ozcan, *et al.* (2015).

de poder na relação com o setor financeiro. Para o caso do Brasil, é relevante observar se a inclusão do mercado de capitais na análise muda a posição relativa do país na comparação com os demais países.

A primeira variável considerada, exibida no gráfico 19, é a proporção de empréstimos bancários no total do passivo das empresas de capital aberto do setor da Indústria de Transformação no período entre 2009 e 2022. Essa informação é relevante para se observar qual é a importância da relação entre essas empresas e os bancos, o que afeta o poder de barganha relativo de cada um sobre o sistema de crédito.

Gráfico 19 – Empréstimos bancários como proporção do passivo (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Orbis Database

A posição e trajetória do Brasil revela dois pontos importantes. Em primeiro lugar, até 2018, o Brasil dividia com o México a posição de país com maiores proporções de empréstimos bancários (de todas as fontes) no total do passivo das empresas (em torno de 40%), significando então que a relação com os bancos continua relativamente mais relevante para as empresas desses países, mesmo entre as empresas de capital aberto listadas na bolsa. Em segundo lugar, a partir de 2015, mas principalmente entre 2019 e 2020, ocorre uma queda expressiva dessa proporção no Brasil³².

³² Essa trajetória também se mantém quando se considera um painel balanceado, isto é, uma amostra composta somente por empresas com dados existentes em todos os anos do período.

Essa redução no caso brasileiro pode ser explicada pelo seguinte. No Brasil, entre 2016 e 2020 ocorreu a maior redução já observada da taxa de juros fixada pelo Banco Central, de 14,25% ao ano para 2,0% ao ano, em um contexto muito peculiar de grave recessão interna (2015 e 2016), que retrai as decisões de investimento³³ e, portanto, reduz a demanda por capital de terceiros, agressivas reformas institucionais pró mercado financeiro realizadas por um governo com legitimidade frágil por conta de uma origem em um golpe de Estado (2016 a 2018) e da pandemia da covid-19 (2020). Essa queda da taxa fixada pelo Banco Central certamente induziu um movimento das empresas em emitirem novos títulos de dívidas a taxas de juros menores para quitar os empréstimos bancários anteriores vinculados a taxas de juros mais altas. Além disso, o inédito ambiente de juros baixos, estimula a demanda dos agentes financeiros por outras fontes com maior rendimento, como títulos de dívida privada. Ou seja, como era de se esperar, uma queda acentuada da taxa de juros piso da economia permitisse que as empresas com acesso ao mercado de capitais realizarem uma troca de passivos mais caros por outros mais baratos.

Mas há outro fator relevante a se considerar a respeito das causas da redução da participação dos empréstimos bancários no passivo dessas empresas. Ocorreu nessa fase uma grande redução dos desembolsos do BNDES. Segundo os dados disponibilizados pelo BNDES, para a Indústria de Transformação, os desembolsos do banco caíram 73% entre 2014 e 2020, de R\$ 47 bilhões para R\$ 12,7 bilhões, em valores nominais. Somente entre 2018 e 2019 a redução foi de 27,9%. Sendo a principal fonte de financiamento de longo prazo no Brasil, em especial para a Indústria de Transformação, a retração dos desembolsos do BNDES, tanto por queda de demanda das empresas por crédito, quanto pela estratégia implementada no banco a partir de 2016, tem implicações relevantes na estrutura de passivo das grandes empresas industriais brasileiras.

Em síntese, a partir gráfico 19 e da abordagem teórica proposta é possível indicar que os empréstimos bancários ainda são relevantes para as empresas industriais brasileiras, mesmo as de capital aberto e que essa relevância pode ter sido conjunturalmente afetada por mudanças de patamar da taxa de juros básica da

³³ Segundo o IBGE, a taxa de investimento caiu de 19,9% do PIB em 2014 para 14,6% em 2017.

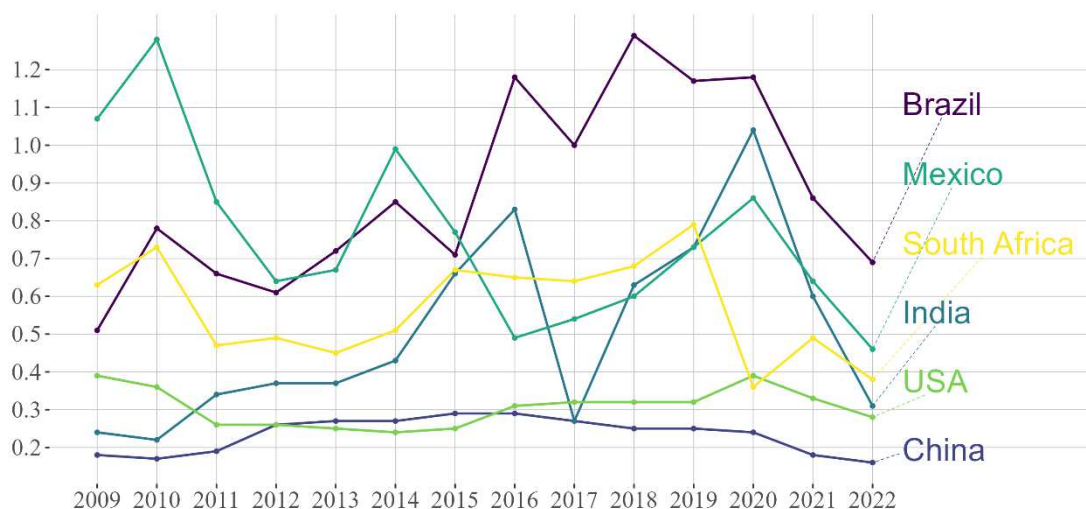
economia, e principalmente pela retração dos desembolsos do BNDES. Considerando a abordagem da relação conflituosa e assimétrica entre setor financeiro e não financeiro no mercado de crédito, em um ambiente de menor presença do BNDES no mercado de crédito, as empresas industriais, mesmo as de capital aberto, estarão mais sujeitas às condições de crédito determinadas pelos agentes financeiros, bancários e não bancários.

O passo seguinte na análise de como se manifesta o conflito entre setor financeiro e não financeiro e a distribuição particular de poder estrutural que existe entre ambos no Brasil pelo lado das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação será observar o peso do pagamento de juros realizado por essas empresas. O pagamento de juros será comparado com duas variáveis, o gasto com capital (*proxy* do investimento) e o lucro operacional.

O gráfico 20 mostra os juros pagos pelas empresas como proporção do gasto com capital no período de 2009 a 2022. Uma proporção mais alta significa um pagamento mais elevado de juros por unidade de gasto com capital, isto é, uma absorção maior de renda pelo setor financeiro para cada unidade de investimento realizado pelo setor produtivo. É importante notar que a variável de juros pagos não faz distinção se os juros são devidos a operações de crédito bancário ou títulos de dívidas corporativas que rendem juros, como debêntures.

Vale notar em primeiro lugar que China e Estados Unidos, que possuem institucionalidades do sistema de crédito muito distintas entre si, apresentam patamares similares, com as menores razões juros/investimento. A partir de 2017, a China inclusive se situa abaixo dos EUA. Dada a característica de ainda elevada coordenação pública do sistema de crédito existente na China (MENDONÇA, 2015), esse país é uma demonstração da relevância de se limitar a capacidade discricionária dos agentes financeiros em determinarem as condições do mercado de crédito para reduzir o custo do investimento. Mesmo sem os privilégios dos EUA associados ao dólar como moeda do topo da hierarquia internacional de moedas e, conseqüentemente, às melhores condições de financiamento para suas empresas, a razão juros/investimento na China está no mesmo patamar que os EUA.

Gráfico 20 – Razão entre juros pagos e gasto com capital (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Orbis Database

O Brasil novamente se destaca. Em todo o período, o Brasil está entre os países com a maior proporção de juros pagos por gasto com investimento e a partir de 2016 é o país com a maior proporção em todos os anos seguintes. Por cinco anos (2016 a 2020), a razão juros/investimento no Brasil ficou praticamente igual ou pouco superior a 1, ou seja, o gasto com pagamento de juros foi maior que o gasto com investimento. Isso somente ocorreu em um ano para a Índia e em dois anos para o México. Vale frisar que a amostra é de empresas industriais de capital aberto, isto é, empresas potencialmente com capacidade de levantar capital de terceiros para além do sistema bancário, e ainda assim possuem elevada razão entre juros pagos e gasto com investimento.

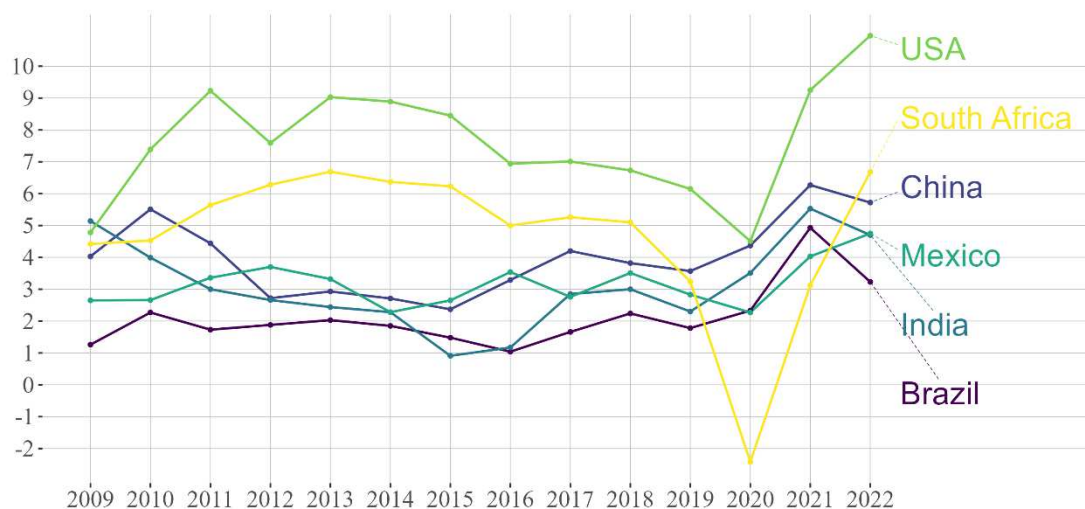
Naturalmente, a razão entre juros pagos e gastos com capital pode se elevar devido a uma queda do gasto com capital sem alteração no montante de juros pago. Mas, esta é exatamente a manifestação da natureza distinta da renda com juros recebida pelos bancos e demais agentes financeiros em comparação com os lucros operacionais das empresas não financeiras, pois as condições de pagamento dos empréstimos e financiamentos são fixadas contratualmente *ex ante* e não estão sujeitos a serem afrouxadas *ex post*, diante, eventualmente, de as empresas devedoras não conseguirem gerar receita suficiente para pagar os empréstimos, ainda que repactuações contratuais possam ocorrer. Para as empresas não financeiras torna-se necessário, portanto, reduzir despesas, como gasto com investimento, para

direcionar uma maior parcela da receita para o pagamento de juros. O que o gráfico 20 chama atenção, portanto, é que essa natureza distinta dos juros, se apresenta no Brasil como, comparativamente, menos favorável ao gasto com investimento.

Essa constatação feita a partir do gráfico 20 torna de interesse observar diretamente qual é a relação entre juros pagos e lucros gerados pelas empresas no processo produtivo. É essa razão que é mostrada no gráfico 21. Neste gráfico, o lucro operacional (lucro antes de juros e impostos, EBIT, da sigla em inglês) é dividido pelos juros pagos (valor total das despesas com juros pagas sobre empréstimos ou passivos), portanto, quanto maior essa relação, mais os lucros operacionais superam o gasto com pagamento de juros, ou, dito de outro modo, a razão mostra quantas vezes o lucro operacional é maior que os juros pagos. Quando o resultado da divisão é igual a 1, o montante de lucro operacional se iguala ao montante pago em juros, na média entre as empresas.

O que se destaca em primeiro lugar é a posição dos EUA. Em praticamente todo o período (2009 a 2022) a razão lucro/juros é a mais alta da amostra de países, se situando entre 6 e 8, e passando de 10 em 2022. Ou seja, as empresas de capital aberto do setor de manufatura dos EUA conseguem reter para si uma parcela do lucro gerado no processo produtivo expressivamente maior do que os juros que pagam para o setor financeiro. Pode-se levantar a objeção de que no caso dos EUA o mais relevante em termos de transferência de recursos das empresas é o pagamento de dividendos, como mostra a literatura sobre financeirização, e não de juros. Isso é correto e será analisado a seguir, pois levanta outras considerações importantes quando se compara com os países subdesenvolvidos. Entretanto, deve-se ter em mente que o pagamento de dividendos não tem o setor financeiro como único favorecido, portanto nem todo pagamento de dividendos é transferência de renda para o setor financeiro, como ocorre com o pagamento de juros.

Gráfico 21 – Razão entre lucro operacional e juros pagos (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%)



Fonte: Elaboração própria com dados da Orbis Database

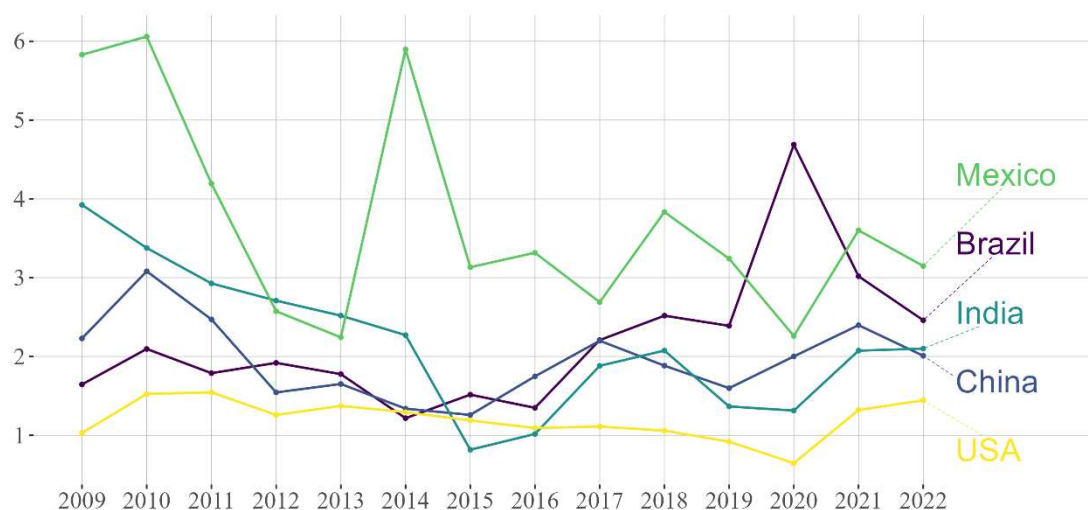
Nos demais países a razão lucro-juros varia entre 1 (isto é, lucro operacional igual ao pagamento de juros) e 4, e atingem o patamar entre 4 e 6 somente durante o período inflacionário da pandemia (2021 e 2022)³⁴. Em primeiro lugar, isso expressa a maior participação dos empréstimos bancários no passivo das empresas destes países em comparação com os EUA (Gráfico 19). Mas, em segundo lugar, expressa também a capacidade do setor financeiro de absorver uma parcela maior da renda gerada no processo produtivo, pois o montante de juros pagos depende não somente do volume, mas também da taxa de juros. Somados esses dois fatores, a posição do Brasil de apresentar a menor razão lucro/juros entre todos os países na maior parte dos anos corrobora o quadro evidenciado ao longo deste capítulo da posição relativamente mais desfavorável das empresas não financeiras neste país na relação que se estabelece com o setor financeiro.

O gráfico 22 apresenta a ponderação levantada anteriormente quanto à maior relevância do pagamento de dividendos, em contraposição ao pagamento de juros para as empresas nos EUA. O gráfico mostra a razão entre lucros operacionais e dividendos pagos e deve ser interpretado do mesmo modo que a razão lucro/juros.

³⁴ Aqui se manifesta o caráter conflitivo da inflação. Os anos 2020 e 2021 em que a razão lucro/juros se eleva são anos de maior inflação, em que, tudo mais constante, gera um crescimento nominal do lucro operacional. Nota-se, assim, porque é importante a elevação da taxa de juros em períodos inflacionários para o setor financeiro manter sua parcela relativa de apropriação da renda.

Em linha com a literatura sobre financeirização, se verifica que essa razão é baixa (próximo de 1) para os EUA em quase todos os anos do período exibido, isto é, os lucros operacionais e os dividendos pagos apresentam montantes similares neste país. Mas a situação é um pouco diferente para os países subdesenvolvidos. De modo geral, o patamar da razão lucro/dividendos é mais alto nesses países. Somente no período entre 2013 e 2017, esses países, com exceção do México, caem para o mesmo patamar que os EUA. O Brasil apresentava uma razão pouco abaixo de 2 entre 2009 e 2013 e acima de 2 desde 2017.

Gráfico 22 – Razão entre lucro operacional e dividendos pagos (média anual das empresas de capital aberto da Indústria de Transformação de 2009-2022) (%)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Orbis Database

A primeira consideração sobre a diferença entre o patamar dos EUA por um lado e os países subdesenvolvidos por outro, e o Brasil em particular, é que, nesta dimensão da relação entre lucros gerados e dividendos pagos, as forças que agem na direção da financeirização das empresas parecem não terem o mesmo resultado nos países subdesenvolvidos. Aparentemente o menor relevância do mercado de capitais no financiamento industrial nestes países ao contrário de ser um problema, tem sido favorável para manter uma taxa de menor de pagamento de dividendos. Um mercado de capitais mais integrado internacionalmente e com mais e maiores investidores institucionais poderia elevar a pressão sobre as empresas para distribuírem mais dividendos. Portanto, se do ponto de vista dos interesses dos agentes financeiros, o desenvolvimento do mercado de capitais, sobretudo do mercado de renda variável, é

desejável, pois aumenta a liquidez do mercado financeiro, não parece ser a melhor opção para as empresas não financeiras nos países subdesenvolvidos, pelo menos ao se considerar que o resultado seria o padrão norte-americano.

A segunda consideração é que, apesar de as empresas nos EUA pagarem mais dividendos, elas também estão em posição superior em comparação com as empresas dos demais países para atraírem recursos para se financiar, justamente porque estão sob a proteção da moeda do topo da hierarquia internacional de moeda e, em última instância, do Estado mais poderoso do mundo. Portanto, não se deve sobrestimar o impacto da razão lucro/dividendos mais baixa nos EUA, uma vez que a capacidade de gerar dividendos é diretamente proporcional à capacidade de atrair recursos nesse país.

6.5 Conclusão

Esse capítulo buscou caracterizar a relação atual entre setor financeiro e não financeiro no Brasil, a partir da abordagem teórica aqui desenvolvida que coloca como dimensão central a relação conflitiva entre os dois setores e a relação de poder estrutural assimétrica como determinante das características do sistema de crédito. Para se delimitar a situação do Brasil a estratégia utilizada foi a comparação com outros países em um conjunto de variáveis de fontes e níveis de agregação distintos e também de variáveis do setor financeiro e do setor da Indústria de transformação.

A conclusão geral é que o Brasil ainda na atualidade apresenta características do mercado de crédito que expressam o elevado desequilíbrio de poder estrutural entre setor financeiro e não financeiro. Por um lado, os bancos conseguem exercer um forte poder de mercado expresso pela elevada concentração bancária, pelas elevadas margens de *spread* bancário e pelo controle da oferta de crédito para as empresas não financeiras. Ainda pelo lado dos bancos, as evidências apontam que o sistema bancário no Brasil ainda retém poder na definição das condições de crédito, uma vez que as características de um sistema MBB (*market-based banking*) não se apresentam de modo relevante no Brasil. O que faz com que a contradição entre setor bancário e setor produtivo continue determinante para a análise do funcionamento do mercado de crédito no país.

Observou-se também que a relação de desequilíbrio de poder entre os dois setores se manifesta também nas empresas de capital aberto do setor da Indústria de Transformação por meio de uma elevada proporção de juros pagos em comparação com os gastos com investimento e com o lucro operacional. Constatou-se também que os empréstimos bancários são proporcionalmente mais importantes para as empresas de capital aberto no Brasil.

Por fim, outra conclusão relevante é que a pressão por pagamento de dividendo típica da fase atual da economia mundial se expressa de modo menos intenso no Brasil e demais países subdesenvolvidos em comparação com os EUA, quando se analisa a relação entre lucros operacionais e dividendos pagos. Isso é uma indicação de que um mercado de capitais menos relevante em termos de financiamento do setor industrial pode estar protegendo as empresas não financeiras de uma pressão mais agressiva por distribuição de dividendos nos países subdesenvolvidos. Feita a comparação internacional, o passo seguinte é analisar a relação financeiro-produtiva com foco no Brasil.

7 CARACTERIZAÇÃO DAS INTERAÇÕES ENTRE SETOR FINANCEIRO E NÃO FINANCEIRO NO BRASIL NA ÚLTIMA DÉCADA: UMA ANÁLISE SETORIAL

7.1 Introdução

A comparação do Brasil com outros países foi um passo essencial para caracterizar as relações financeiro-produtivas vigentes no país, pois permitiu verificar quais são suas particularidades e atestar a condição de elevado controle do setor financeiro sobre o mercado de crédito. Tendo, portanto, se estabelecido esse parâmetro comparativo, é possível em seguida realizar mais um passo na análise das relações financeiro-produtivas no Brasil, concentrando-se desta vez em observar como as principais variáveis utilizadas na análise anterior se manifestam nos diferentes setores econômicos. Em particular, esse passo permitirá verificar qual é a posição relativa do setor da Indústria de Transformação, foco principal de interesse desta pesquisa para a compreensão dos obstáculos ao financiamento do desenvolvimento no Brasil.

A hipótese que guia a investigação é que o setor da Indústria de Transformação no Brasil está em uma posição mais frágil na relação com o setor financeiro quando comparado aos setores primário-exportadores, como consequência de seu relativamente menor desenvolvimento em termos de polo dinâmico da economia nacional. Isso geraria um menor poder estrutural da Indústria de Transformação para estabelecer relações mais favoráveis no mercado de crédito e, conseqüentemente, precisando aceitar uma maior transferência de receita para o setor financeiro para acessar as fontes de financiamento. Como o objetivo é observar essa relação conflituosa entre setor financeiro e não financeiro, foi escolhida a relação entre lucro operacional do setor não financeiro e juros pagos ao setor financeiro como variável principal da análise feita a seguir. Essa é uma forma de buscar sintetizar em uma medida a proposição teórica adotada de que o mercado de crédito é moldado a partir da competição entre setor financeiro e não financeiro pela distribuição entre lucro e juros do valor adicionado gerado no processo produtivo.

A análise a seguir será dividida em quatro partes. A primeira será dedicada às empresas de capital aberto. A segunda parte será uma análise das empresas de capital fechado. A amostra destas últimas empresas é maior nos diferentes setores em comparação com a amostra de empresas de capital aberto, portanto mais

representativa da dinâmica setorial. Uma limitação desta amostra é que o nível de detalhamento dos demonstrativos financeiros é muito menor na comparação com as empresas de capital aberto. Por exemplo, para as empresas de capital fechado, a variável “interest paid” não está disponível. A variável que será utilizada como uma aproximação é “financial expenses” que inclui outros elementos além dos juros. A terceira parte da análise setorial será a desagregação da Indústria de Transformação de acordo com as divisões da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) . Para se poder comparar os diferentes subsetores da Indústria de Transformação a respeito da relação conflitiva com o setor financeiro, se adotará o Índice de Complexidade Econômica como critério de classificação dos setores. Por fim, é realizada uma estimação econométrica tendo a razão lucro-juros como variável dependente, com o objetivo de apontar possíveis determinantes de sua variação.

7.2 Empresas de capital aberto: fontes de financiamento, relação lucro-juros e impacto da política monetária

O ponto de partida escolhido é observar as diferenças setoriais nas participações médias de empréstimos bancários e capital acionário (“share capital”) no total do passivo das empresas de capital aberto. O capital acionário é composto por ações ordinárias, ações preferenciais e ações preferencias resgatáveis (“redeemable preferred shares”). O passivo total é composto conforme mostrado na tabela a seguir:

Quadro 3 - Composição do passivo total

	Empréstimos de curto prazo	Parte Corrente da Dívida de Longo Prazo	
		Empréstimos e Cheques Especiais de Curto Prazo	
	Fornecedores	Credores comerciais	
Passivo circulante		Outras Dívidas de Curto Prazo	
		Outros Credores	
	Outros		Imposto de Renda a Pagar
			Encargos Sociais a Pagar
			Dividendos a Pagar
		Outros Passivos Circulantes	
		Empréstimos Bancários de Longo Prazo	

		Debêntures e Dívida Conversível
	Dívida de longo prazo	Obrigações de Arrendamento
		Outras Dívidas de Longo Prazo com Juros
		<hr/>
Passivo não circulante		Provisões para Fundos de Pensão
		Impostos Diferidos
	Outros passivos não circulantes	Provisões Diversas
		Receita Diferida
		Outras Dívidas de longo prazo sem Juros
		Interesse Minoritário
		<hr/>

Fonte: Elaboração própria a partir do Orbis User Guide.

Essa comparação é relevante porque esses são dois polos nas formas de financiamento com características distintas no que se refere às relações de conflito que se estabelecem entre setor financeiro e não financeiro. O financiamento bancário é a forma de financiamento em que as empresas não financeiras perdem menos autonomia na condução das atividades operacionais e estão menos sujeitas às pressões de geração de valor no curto prazo. Por outro lado, o financiamento via emissão de ações é a forma mais associada à necessidade de as empresas adaptarem suas estratégias operacionais à necessidade de valorização da riqueza gerida pelos agentes financeiros. Uma ressalva, que impõe cautela na análise do gráfico 23 abaixo, é que a amostra tem tamanhos muito distintos entre os setores, conforme mostra a tabela a seguir:

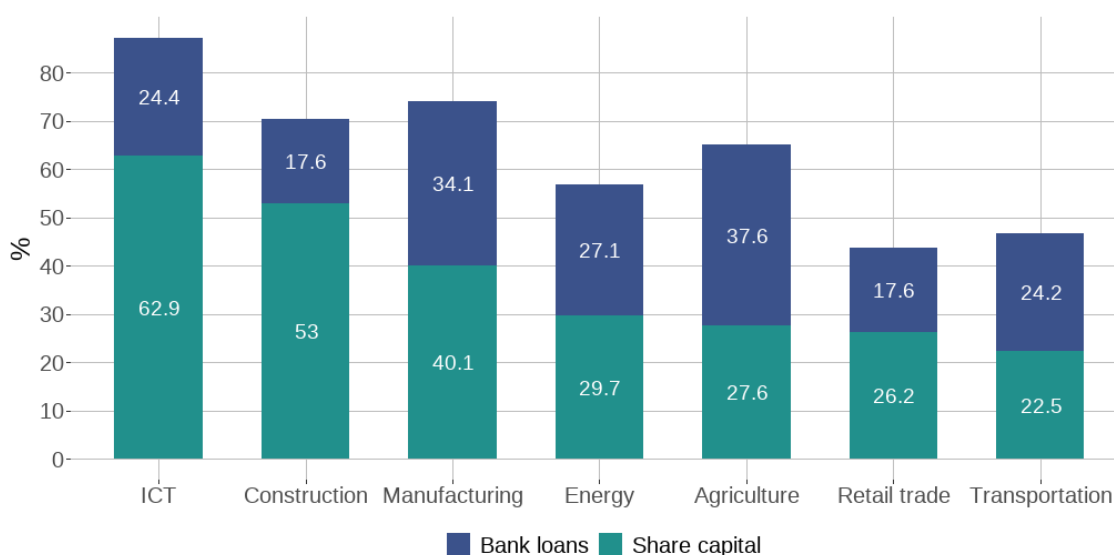
Tabela 4 - Quantidade de empresas por setor (média no período 2010-2022)

ICT	13
Construction	18
Manufacturing	94
Energy	36
Agriculture	6
Retail trade	16
Transportation	16

Fonte: Elaboração própria

A participação de cada uma dessas duas fontes de financiamento é exibida no gráfico 23, considerando-se a média do período entre 2010 e 2022 para cada setor. Em primeiro lugar, verifica-se diferenças setoriais quanto à participação de uma ou outra fonte de financiamento para as empresas brasileiras de capital aberto. Os setores ICT (Tecnologia de Informação e Comunicação), Construção e Comércio (Retail trade) possuem uma parcela consideravelmente maior de estoque de financiamento via capital acionário em comparação com o estoque de empréstimos bancários na média do período considerado. Os demais setores apresentam uma distribuição mais equilibrada entre as duas variáveis.

Gráfico 23 – Participação dos empréstimos bancários e do capital acionário no total do passivo (Brasil, média das empresas de capital aberto por setor no período 2010-2022) (%)



Elaboração própria com dados da Orbis Database

Fonte:

Com a ressalva do número reduzido de empresas na amostra para o setor da Agricultura, o resultado para esse setor indica uma presença consideravelmente maior de empréstimos bancários. Além da Agricultura, somente o setor de Transportes possui uma participação maior de empréstimos bancários, mesmo assim com uma diferença menor que dois pontos percentuais. Na Indústria de Transformação, por outro lado, o capital acionário equivale a 40,1% do passivo (terceira maior participação entre os setores) e os empréstimos bancários a 34,1% (segunda maior participação entre os setores), o que demonstra que os empréstimos bancários continuam

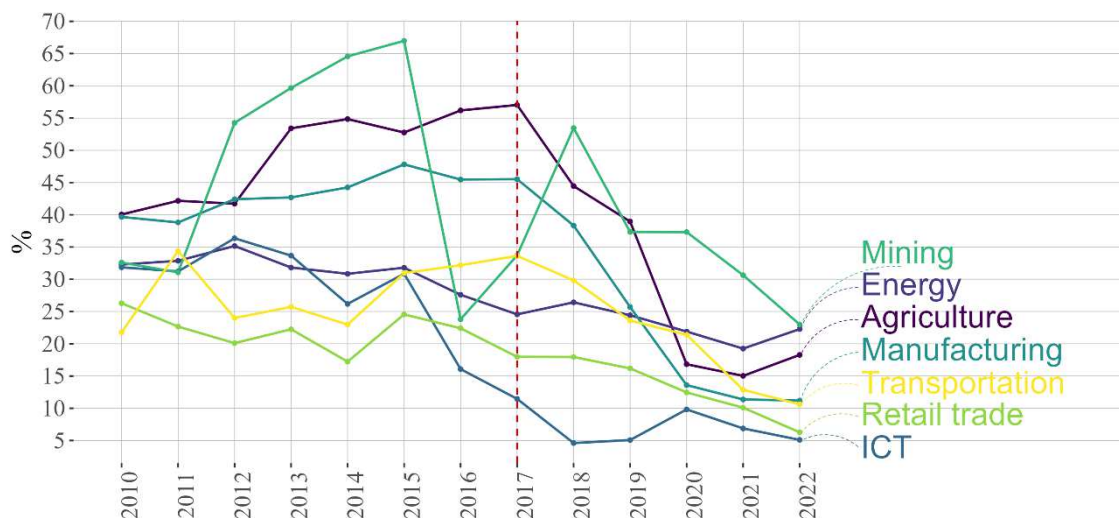
relevantes para o financiamento da Indústria de Transformação, mesmo as de capital aberto.

Por outro lado, a presença significativa de capital acionário no total do passivo na Indústria de Transformação, sugere que outros setores como a Agricultura, Energia e Transporte estão mais protegidos das pressões típicas do mercado financeiro em comparação com a Indústria de Transformação. No caso da Agricultura, isto pode estar relacionado à existência do sistema nacional de crédito rural (SNCR) no Brasil, que garante recursos direcionados e, em parte, subsidiados, regularmente para a Agropecuária³⁵.

A partir do gráfico 24, observando-se a evolução da participação dos empréstimos bancários no total do passivo, para a mesma amostra de empresas, se corrobora a percepção anterior de que essa fonte de financiamento é relevante para as empresas de capital aberto da Indústria de Transformação. Mas esse gráfico também reforça setorialmente, o que já havia sido notado anteriormente (gráfico 19), a respeito da queda da participação dos empréstimos bancários a partir de em torno de 2017. Como já discutido, vários fatores podem contribuir para esse resultado como a redução expressiva da taxa Selic, a crise econômica e a busca por desalavancagem por parte das empresas, a redução dos desembolsos do BNDES e a emissão de títulos de dívida corporativa não bancária.

³⁵ Segundo Sousa, *et al* (2020), o volume de recursos ofertados via crédito rural teve aumento de 284% em valores constantes entre 1997 e 2014.

Gráfico 24 – Participação dos empréstimos bancários no total do passivo (média anual das empresas de capital aberto por setor) (%)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Orbis Database

Assim, de modo a buscar analisar a relação conflitiva entre setor financeiro e não financeiro diante do contexto macroeconômico, apresenta-se a seguir a evolução desagregada setorialmente da razão entre lucro operacional e juros pagos acompanhada da trajetória da taxa de Selic entre 2010 e 2022. Com isso será possível investigar como se move a distribuição da renda gerada no processo produtivo entre o setor financeiro e não financeiro em relação aos movimentos de uma variável chave tanto no ciclo econômico quanto no mercado de crédito.

Gráfico 25 – Razão entre lucro operacional e juros pagos e taxa Selic (Média anual das empresas brasileiras de capital aberto por setor)



Fonte: Elaboração própria com dados da Orbis Database e do BCB.

Nota: A escala da taxa de juros do Banco Central foi ajustada para facilitar a visualização

O gráfico 25 mostra a trajetória entre 2010 e 2022 para cada setor da razão entre o lucro operacional médio (antes do pagamento de juros e excluindo lucros financeiros) e o montante médio de juros pagos. Adicionalmente o gráfico mostra a trajetória da taxa Selic (com escala ajustada para melhor visualização). As áreas em vermelho e azul correspondem, respectivamente, aos anos de elevação e redução da taxa Selic-over anualizada pela média dos trimestres.

Neste gráfico, o que se quer ressaltar, é a direção geral da razão lucro-juros dos setores como um todo. No período de três anos entre 2013 e 2016, em que a taxa Selic estava em elevação, o movimento geral das razões lucro-juros é descendente. E o contrário ocorre no período de quatro anos entre 2016 e 2020 em que a taxa Selic tem expressiva queda. Mesmo nos excepcionais anos da pandemia (2021 e 2022), a razão lucro-juros apresentou em 2022 clara queda nos diferentes setores, quando a taxa Selic voltou a subir velozmente. Ou seja, a razão lucro-juros que expressa o conflito entre setor financeiro e não financeiro sobre a distribuição do valor adicionado gerado no processo produtivo, considerando-se as empresas brasileiras de capital aberto, está negativamente correlacionada com a taxa de juros básica da economia brasileira.

Essa correlação negativa aparentemente não traz nenhuma surpresa porque, tomando-se o caso de subida da Selic, se provoca uma elevação do custo do crédito, ampliando-se então as despesas financeiras das empresas e, dado um lucro operacional constante ou com elevação inferior à elevação da taxa de juros dos empréstimos e financiamentos, resulta em redução da razão lucro-juros. Contudo, isso é tão óbvio quanto raramente apontado como uma das características fundamentais da política monetária: seu poder de redistribuir valor adicionado entre setor financeiro e não financeiro.

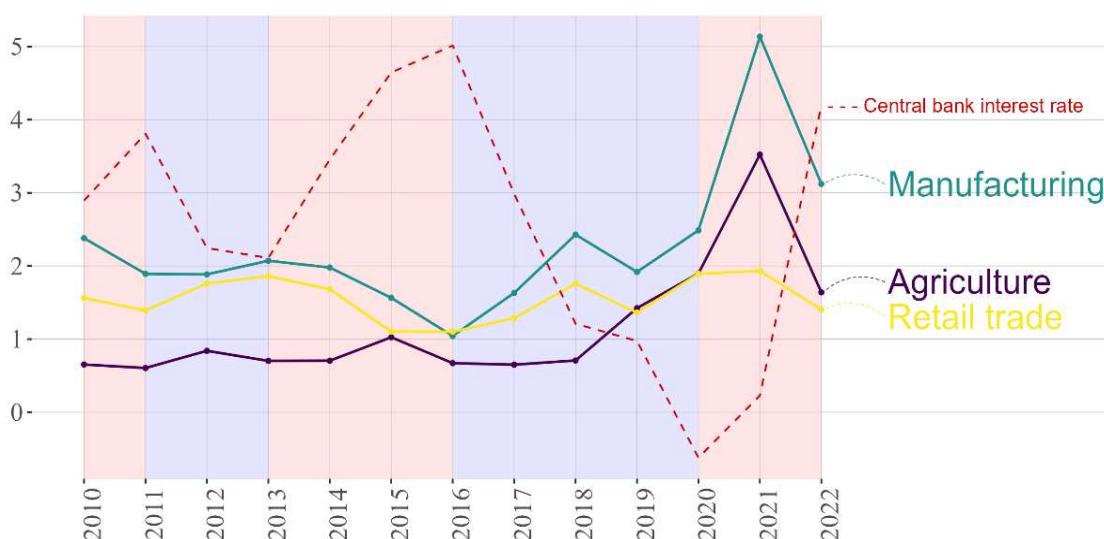
Ou seja, a política monetária afeta diretamente a relação entre setor financeiro e não financeiro, fazendo, portanto, com que seja particularmente relevante para o setor financeiro assegurar poder de influência sobre o regime de política monetária como forma de assegurar seu poder estrutural de condicionar as interações financeiro-produtivas a seu favor. Logo, em uma economia fundamentalmente orientada pelas

decisões dos agentes privados é pouco factível a possibilidade de condução da política monetária de modo independente aos interesses dos agentes financeiros.

Diferenças setoriais também são elucidativas da correlação entre a razão lucro-juros e a taxa de juros básica da economia brasileira. O gráfico 26 apresenta as mesmas informações observadas no gráfico anterior, mas focando em apenas três setores para que se possa distinguir as especificidades da Indústria de Transformação, apesar de a comparação com a Agricultura ser prejudicada pelo tamanho da amostra desse setor.

O que se quer chamar atenção neste gráfico é que dos três setores reportados, que possuem dinâmicas distintas, a Indústria de Transformação é a que apresenta a maior elasticidade da razão lucro-juros em relação às variações da Selic, isto é, diminuição mais expressiva na fase de subida da Selic e aumento mais expressivo na fase de queda da Selic. Por outro lado, a Agricultura é o setor com menor sensibilidade. Ou seja, o impacto distributivo da política monetária é heterogêneo entre os setores e, aparentemente, mais forte sobre a Indústria de Transformação.

Gráfico 26 – Razão entre lucro operacional e juros pagos e taxa Selic (Média anual das empresas brasileiras de capital aberto por setor)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Orbis Database e do BCB.

Nota: A escala da taxa de juros do Banco Central foi ajustada para facilitar a visualização

Esta conclusão é menos óbvia do que a conclusão inicial a respeito da correlação negativa entre a razão lucro-juros e a taxa Selic e indica que a Indústria de

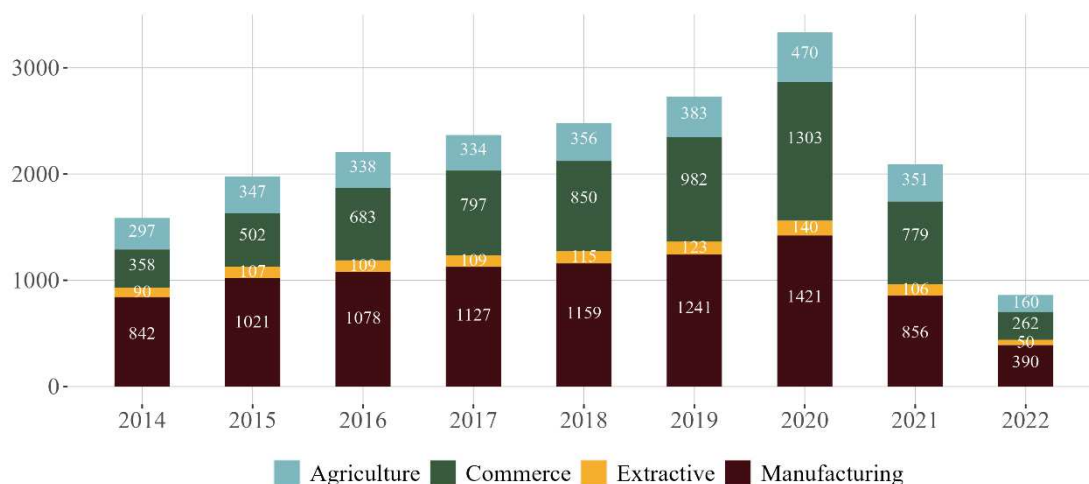
Transformação, pelo menos para as empresas de capital aberto, possui uma relação conflituosa mais acentuada com o setor financeiro. Isso faz com que uma institucionalidade de regime de política monetária organizado em torno dos interesses do setor financeiro em maximizar sua parcela da renda gerada no processo produtivo é proporcionalmente mais nociva para o setor industrial. De modo correspondente, um regime de política monetária mais favorável ao setor não financeiro será proporcionalmente mais favorável à Indústria de Transformação.

7.3 Empresas não listadas em bolsa: razão lucro-juros e dívida

Observar como se comportam as empresas não listadas é relevante dado o menor número de empresas de capital aberto no Brasil quando comparado com os países desenvolvidos ou mesmo com países em desenvolvimento como China e Índia. Além disso, as empresas não listadas são em média menores e com mais dificuldades de acesso ao crédito em condições mais favoráveis, sendo, portanto, relevante analisar como a relação conflituosa com o setor financeiro se expressa no caso dessas empresas.

Um benefício adicional é que amostra de empresas de capital fechado, também extraída da Orbis Database, tem um tamanho expressivamente maior (Gráfico 27), logo diluindo as particularidades de cada empresa e permitindo uma compreensão melhor do que ocorre em termos setoriais. Apesar disso, essa amostra tem a limitação de cobrir um período mais curto (2014-2022) e possui variáveis menos detalhadas. Em especial, a variável “juros pagos” não está presente e, portanto, foi substituída pela variável “despesa financeira” (definida no Orbis User Guide como “todas as despesas financeiras, tais como juros, tarifas bancárias, baixa de ativos financeiros, etc.”). Além disso, como se pode observar no gráfico 27, o tamanho da amostra cresce para todos os setores até 2020 e se reduz fortemente nos anos seguintes. Portanto, para diminuir possível viés da amostra, os anos 2021 e 2022 não serão incluídos na análise a seguir. O agrupamento setorial das empresas segue a classificação CNAE. O setor *Agriculture*, por exemplo, é composto por empresas da seção (1 dígito) CNAE Agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquicultura.

Gráfico 27 - – Quantidade de empresas brasileiras não listadas na amostra por setor e ano



Fonte: Elaboração própria com dados da Orbis Database.

A tabela 4 abaixo mostra a composição dos setores em termos de tamanho médio das empresas que os compõem. Como critério para classificação por tamanho foi utilizada a variável ativo total das empresas (expresso em milhões dólares norte-americanos, USD). No conjunto dos setores, 86% são de empresas de porte muito pequeno, pequeno e médio (até USD 100 milhões de ativo total). A participação dos dois menores portes de empresas é maior no Comércio (68%) e na Agropecuária (59%). A Indústria de Transformação possui uma distribuição mais equilibrada, com concentração maior em médias empresas (42%).

Tabela 5 - Setor econômico por tamanho das empresas (milhões USD)

	Muito pequena (< 1)	Pequena (1 a 10)	Média (11 a 100)	Grande (101 a 500)	Muito Grande (> 500)	Total por setor
Agropecuária	93 18%	213 41%	179 34%	33 6%	5 1%	523
Comércio	567 39%	428 29%	352 24%	98 7%	25 2%	1470
Extrativa	28 17%	43 26%	42 25%	27 16%	25 15%	165
Transformação	192 12%	410 26%	671 42%	249 16%	64 4%	1586
Total por tamanho	880 24%	1094 29%	1244 33%	407 11%	119 3%	3744

Fonte: Elaboração própria

Nota: As colunas da tabela apresentam duas informações: o número de empresas de cada porte e a participação percentual de cada porte do total das empresas de cada setor. Por exemplo, no setor Agropecuária existem 93 empresas do porte “Muito pequena”, representando 18% do total de empresas deste setor.

Introdutoriamente vale verificar a trajetórias e posições relativas dos setores em termos de lucratividade para servir de parâmetro para a análise das características das relações entre os setores não financeiros e o setor financeiro. Como o gráfico 28 mostra, a taxa de lucro, medida como a razão entre lucro bruto (receita operacional total menos custo dos produtos vendidos) e patrimônio líquido (PL), apresenta uma trajetória de elevação após queda em 2015, ano de recessão. Destaque-se o nível consistentemente mais elevado da lucratividade do setor do Comércio em relação aos demais. Apesar das diferenças de nível e intensidade da variação, esse é um período de melhora na rentabilidade desses setores, logo, um período também mais favorável para o financiamento com recursos próprios, potencialmente diminuindo a dependência em relação ao crédito bancário, podendo assim favorecer uma melhor distribuição entre lucros e juros.

Gráfico 28 – Evolução da taxa de lucro (retorno sobre o PL) por setor (média anual das empresas brasileiras não listadas, 2014-2020) (%)



Fonte:

Elaboração própria com dados da Orbis Database.

O gráfico 29 exibe a evolução da razão lucro-juros estimados de cada setor e as fases de elevação e redução da taxa Selic, mas agora para a amostra das empresas não listadas na bolsa. Nesta amostra, como já mencionado, a variável juros pagos é aproximada pela variável gastos financeiros, devido ao menor detalhamento das demonstrações financeiras dessas empresas disponível na base de dados. A correlação negativa entre a taxa Selic e a razão lucro-juros continua ocorrendo para a Agropecuária e para a Indústria de Transformação, porém de forma menos acentuada do que a observada no caso das empresas de capital aberto.

Gráfico 29 - Razão entre lucro operacional e despesas financeiras e taxa Selic

Fonte: Elaboração própria com dados da Orbis Database e do BCB.

Nota: A escala da taxa de juros do Banco Central foi ajustada para facilitar a visualização

A aparente menor sensibilidade da razão lucro-juros para as empresas não listadas em relação à Selic, pode indicar simultaneamente tanto um movimento de quitação de dívidas bancárias passadas (logo, um aumento de despesas financeiras limitando o aumento da razão lucro-juros) por parte das empresas, diante da maior rentabilidade vivida no período, quanto um menor impacto da política monetária sobre a distribuição de renda entre setor financeiro e não financeiro, no caso de empresas menores com maiores restrições de acesso a crédito. Evangelista e Araújo (2018), estimando modelos VAR, com dados do período 2002-2014, chegam a evidências de que no Brasil, a demanda por crédito das empresas é pouco sensível às variações da taxa de juros de mercado e muito menos sensível do que a demanda das famílias por crédito. A baixa penetração do crédito bancário às empresas, característico da economia brasileira, como mostrado no capítulo anterior, possivelmente contribui para esse resultado.

Essa menor sensibilidade da razão lucro-juros à taxa Selic é uma indicação também do maior poder dos bancos no Brasil em preservar a margem de *spread* bancário, mesmo nas fases de redução da taxa Selic. Os dados divulgados pelo Banco Central do Brasil mostram que a média da taxa Selic definida pelo Copom entre 2016 e 2020 teve redução de 80% (de 14,2% e 2,9% ao ano). Mas, entre o mesmo período, a taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas

teve redução de 54% (30,2% para 13,8% ao ano) e o *spread* médio da mesma modalidade de operações teve redução ainda menor de 47% (17,7 p.p. para 9,5 p.p.). Logo, as empresas não listadas, que possuem menos opções de fontes de financiamento, estão mais sujeitas a sofrerem extração de renda por parte do setor financeiro diante da capacidade dos bancos de moldarem as condições de oferta de crédito.

Essa menor sensibilidade da razão lucro-juros à taxa Selic para essa amostra de empresas indica que a capacidade da política monetária de afetar as condições de crédito e, conseqüentemente, afetar as decisões de produção e investimento é prejudicada pelo elevado poder dos bancos em determinarem as condições de crédito às empresas. Como a parcela da renda apropriada pelas empresas não financeiras na forma de lucro, em comparação com a parcela da renda que transferem para o setor financeiro, expressas pela razão lucro-juros, é menos sensível à variação da Selic, o efeito da variação da Selic sobre a produção e o investimento também será menor. Portanto, alternativamente à noção de que o aumento da oferta de crédito à taxas de juros abaixo da média do mercado por parte dos bancos públicos, particularmente o BNDES, prejudica o desempenho da política monetária, exigindo maiores variações da Selic (MAITINO NETO, 2018, MENDES, 2023)³⁶; as evidências anteriores sugerem que é o poder dos bancos em determinar as condições de oferta de crédito - resultando em baixo volume e taxas de juros elevadas e pouco elásticas à Selic - o que dificulta o funcionamento do canal de crédito da política monetária.

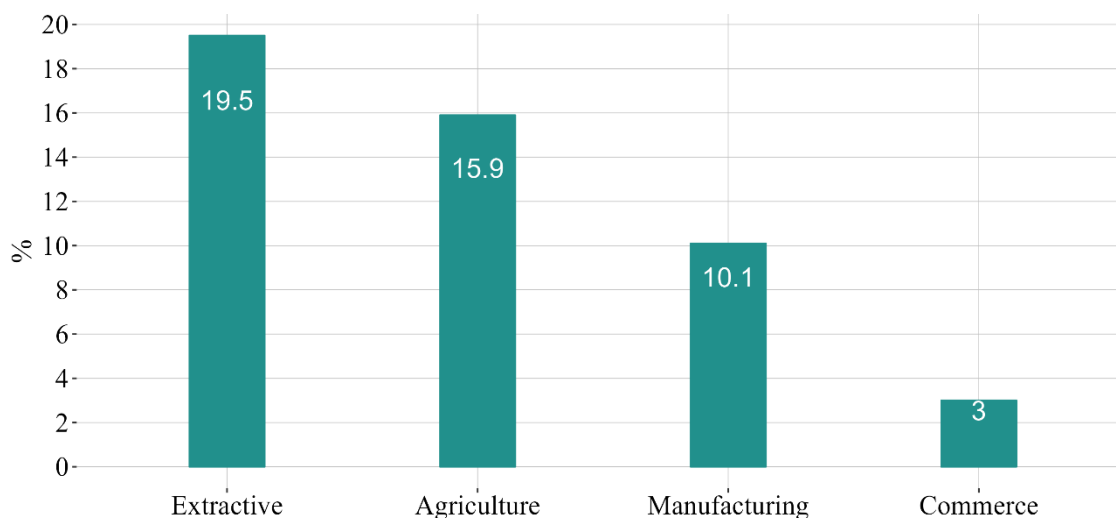
Outro ponto a se destacar a partir do gráfico 29 é que o nível da razão lucro-juros é mais baixo em todos os setores quando comparado com as empresas de capital aberto. A razão fica abaixo de 1 em quase todo o período, indicando uma apropriação média da renda gerada para o setor financeiro maior do que para o setor não financeiro. Para as empresas de capital aberto a faixa de flutuação da razão lucro-juros estava entre 1 e 2, em geral. Portanto, essa é outra evidência do maior controle exercido pelo setor financeiro sobre as interações financeiro-produtivas no Brasil e está em sintonia com as proposições teóricas realizadas na primeira parte da tese de que as empresas que alcançam um grau de concentração de capital maior, como as

³⁶ Para uma refutação deste argumento ver Barboza e Furtado (2023).

empresas de capital aberto, terão maior capacidade de condicionar as condições do mercado de crédito, favorecendo assim o financiamento de suas atividades em condições mais favoráveis.

Duas outras características são relevantes de serem apresentadas por conta das diferenças entre a Indústria de Transformação e os demais setores. A primeira, exibida no gráfico 30, é a parcela do fluxo de despesas financeiras no total do fluxo de receita operacional (soma de receita líquida, outras receitas operacionais e variação de estoque) na média dos setores entre 2014 e 2020. Note que a variável despesas financeiras é o denominador da razão lucro-juros na amostra de empresas não listadas. Observá-la como parcela da receita operacional contribui para se mensurar o quanto cada setor é relevante para o setor financeiro em termos da renda a ele transferida.

Gráfico 30 – Participação das despesas financeiras no total da receita operacional (média do período 2014-2020 para as empresas não listadas por setor)



Elaboração própria com dados da Orbis Database.

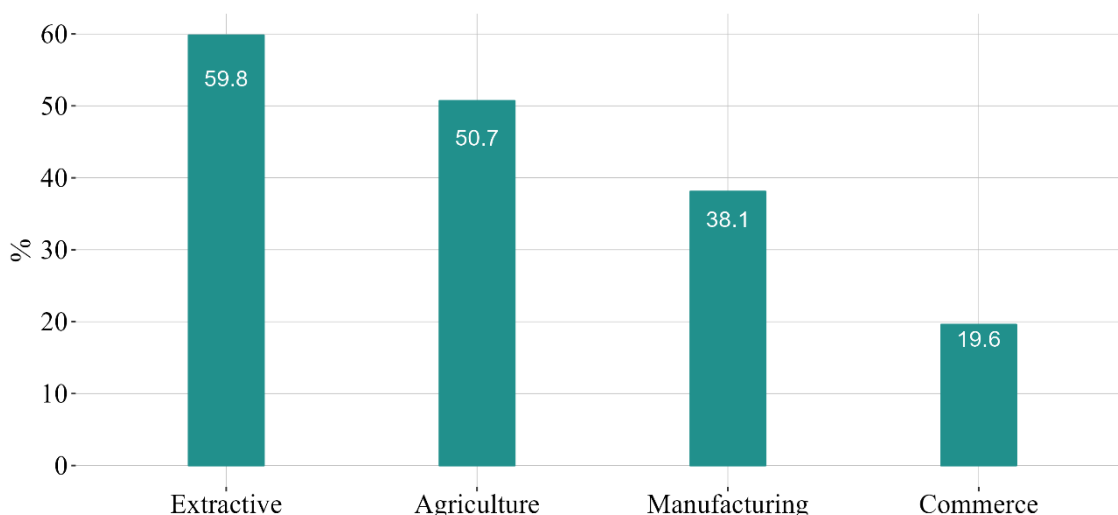
Fonte:

O que se observa é que os setores mais tradicionais (Extrativo e Agropecuária) estão mais interligados ao setor financeiro, uma vez que em relação à receita operacional possuem despesas financeiras proporcionalmente maiores. Isso expressa uma maior capacidade desses setores de se alavancarem, em comparação com a Indústria de Transformação e ao Comércio, logo uma maior capacidade de se expandirem. E expressa também a maior disposição do setor financeiro de se engajar no

financiamento desses setores, que por serem mais ligados ao comércio exterior, estão menos sujeitos às instabilidades internas típicas da economia brasileira, logo estão menos sujeitos à frustração de receitas, que são a fonte da renda do setor financeiro.

A segunda característica a ser mencionada é a parcela (estoque) de dívida de longo prazo (passivos financeiros de longo prazo, incluindo empréstimos de instituições de crédito e títulos emitidos) no total do ativo (Gráfico 31). Essa variável não reflete somente as dívidas com maturidades mais longas, mas todas as dívidas com vencimento acima de um ano. Portanto, é uma aproximação da dívida de longo prazo das empresas. O padrão do gráfico anterior se repete, com os setores ligados à característica primário-exportadora da economia brasileira apresentando as maiores parcelas de dívida de longo prazo no conjunto do passivo. E novamente neste caso essa característica representa uma vantagem para esses setores relativamente aos demais, uma vez que dívidas de maturidades mais longas permitem que as empresas compatibilizem ativos e passivos de modo menos pressionado, sobretudo em diante de situações macroeconômicas adversas para o fluxo de receitas.

Gráfico 31 – Participação da dívida de longo prazo no passivo total (média do período 2014-2020 para as empresas não listadas por setor)



Elaboração própria com dados da Orbis Database.

Fonte:

A despeito das distintas dinâmicas setoriais, que geram necessidades distintas de mobilização de recursos de terceiros, as diferenças setoriais apresentadas nos gráficos 30 e 31 reforçam a posição relativamente mais desfavorável da Indústria de Transformação no que se refere ao tipo de relação estabelecida com o setor

financeiro. A menor parcela de despesa financeira em relação à receita operacional na Indústria de Transformação sinaliza uma maior dificuldade de acesso à capital de terceiros, o que resulta em uma maior dependência de lucros retidos como fonte de financiamento, gerando assim um processo de acumulação mais lento e instável. E a menor participação de dívida de longo prazo no total do passivo da Indústria de Transformação impõe uma gestão de liquidez mais rigorosa para esse setor de modo a honrar suas dívidas. No conjunto essas evidências apontam na mesma direção da abordagem proposta, segundo a qual os setores tradicionais com capacidade de gerar receitas de modo mais estável criam maior interesse do setor financeiro em financiá-los, o que propicia condições mais favoráveis no mercado de crédito.

7.4 Setores da Indústria de transformação: tamanho das empresas, complexidade econômica e razão lucro-juros

O próximo passo da análise setorial realizada neste capítulo é desagregar a Indústria de Transformação em seus subsetores (nível “divisão”, 2 dígitos). Em termos da investigação sobre as relações financeiro-produtivas na economia brasileira, essa desagregação é relevante por dois motivos. O primeiro é que a Indústria de Transformação é o foco de toda a análise realizada na tese, desde a abordagem teórica e história realizada anteriormente. Esse foco decorre do papel crucial que esse setor desempenha na mudança da estrutura produtiva dos países (CHANG e ANDREONI, 2021).

Em segundo lugar, a desagregação permitirá investigar uma das hipóteses levantadas na nesta pesquisa a respeito das raízes históricas do padrão de relação entre setor industrial e setor financeiro no Brasil em decorrência da posição subordinada das empresas nacionais no processo de industrialização. A hipótese é de que setores com maior força produtiva terão mais condições de estabelecer uma relação menos assimétrica com o setor financeiro no que se refere ao mercado de crédito. Essa hipótese é altamente relevante, porque possui implicitamente a ideia de que não basta de desenvolver o sistema financeiro - no sentido de criar um ambiente de livre mercado altamente favorável para a circulação da riqueza líquida – para que as condições do mercado de crédito caminhem na direção de atender as necessidades de financiamento do desenvolvimento, como proposto majoritariamente na literatura sobre sistema financeiro e crescimento econômico, já discutida nesta tese.

A hipótese aqui levantada sugere que o caminho inverso também é relevante. Isto é, o desenvolvimento industrial, com o desenvolvimento de empresas e setores com maior poder de mercado, funcionará como ponto de pressão para que os agentes financeiros precisem adaptar as condições de financiamento, de modo a participarem da apropriação da renda gerada no processo produtivo e distribuída entre lucro e juros. A partir dessa abordagem, uma questão central surge. Como então criar as condições necessárias de financiamento do desenvolvimento em uma situação de subdesenvolvimento do setor industrial e que, portanto, os agentes financeiros têm elevada capacidade de moldar o sistema de crédito aos seus interesses? A resposta a essa pergunta exige uma investigação própria, mas a descoberta da necessidade de sua formulação é, por si só, um avanço analítico relevante. Esta seção traz evidências que contribuem para apreciar essa proposição teórica.

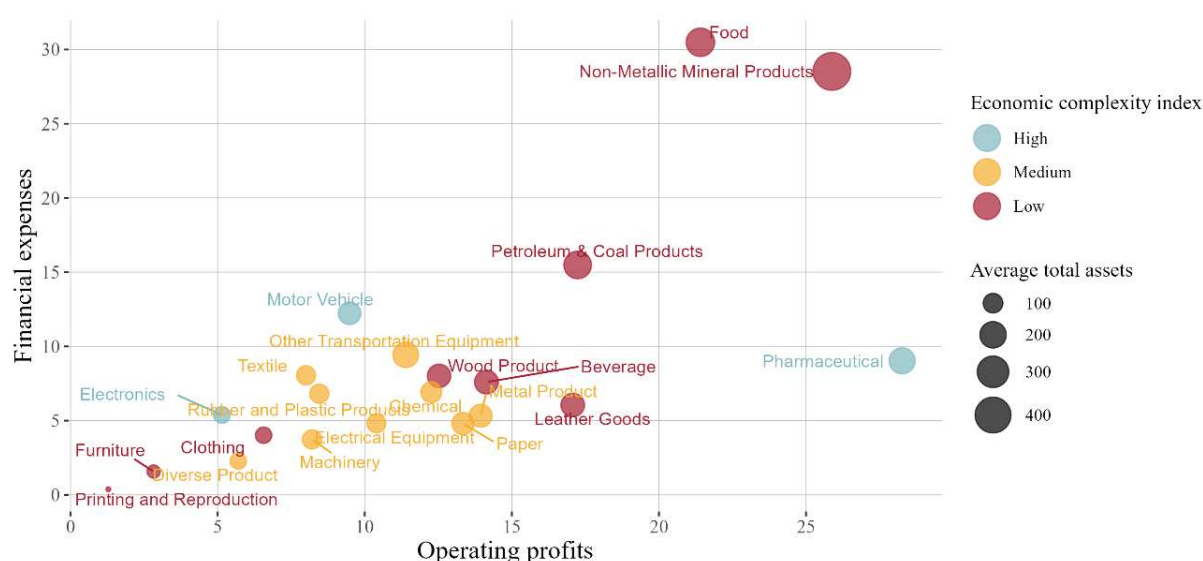
O índice de complexidade econômica³⁷ (ICE) dos setores da Indústria de Transformação foi incluído nessa etapa como uma dimensão adicional da análise. Em síntese, ICE mais elevado indica que o setor possui maior sofisticação em seus produtos, o que requer diferentes capacidades, e o torna mais interligado a outros setores; além disso, requer capacidades que são mais difíceis de serem construídas quando não se possui tais setores. Desse modo, a literatura sobre complexidade aponta que atividades mais complexas estão associadas às trajetórias de mudança estrutural (BRITTO, *et al*, 2019). Adicionar essa dimensão na análise aqui realizada permitirá identificar como as relações financeiro-produtivas se expressam em termos dos setores quanto as suas distintas capacidades tecnológicas e relevância para a mudança estrutural do país.

O gráfico 32 exibe as variáveis lucro operacional e despesas financeiras, mas desta vez separadamente em valores absolutos e não como a razão lucro-juros. A primeira vantagem deste gráfico é constatar que essa amostra de empresas capta razoavelmente bem a composição setorial da Indústria de Transformação no Brasil. Em geral, os setores com empresas em média maiores (medido pelo ativo total e expresso pelo tamanho dos círculos) e com menor nível de complexidade econômica

³⁷ Os índices setoriais de complexidade das atividades econômicas utilizados são disponibilizados na plataforma DataViva: <https://www.dataviva.info/pt/rankings/economic-activities>

(expresso pelas cores dos círculos) são os que possuem valores mais elevados tanto de lucro operacional quanto de despesas financeiras. Ou seja, exceto pelo setor Farmacêutico, são os setores industriais mais tradicionais, típicos do subdesenvolvimento produtivo brasileiro, que predominam, em termos de possuírem maiores lucros operacionais e tamanho das empresas também maior.

Gráfico 32 - Lucro operacional, despesas financeiras, tamanho das empresas e complexidade econômica por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras de capital fechado, média do período 2014 a 2019) (preços constantes, milhões R\$)

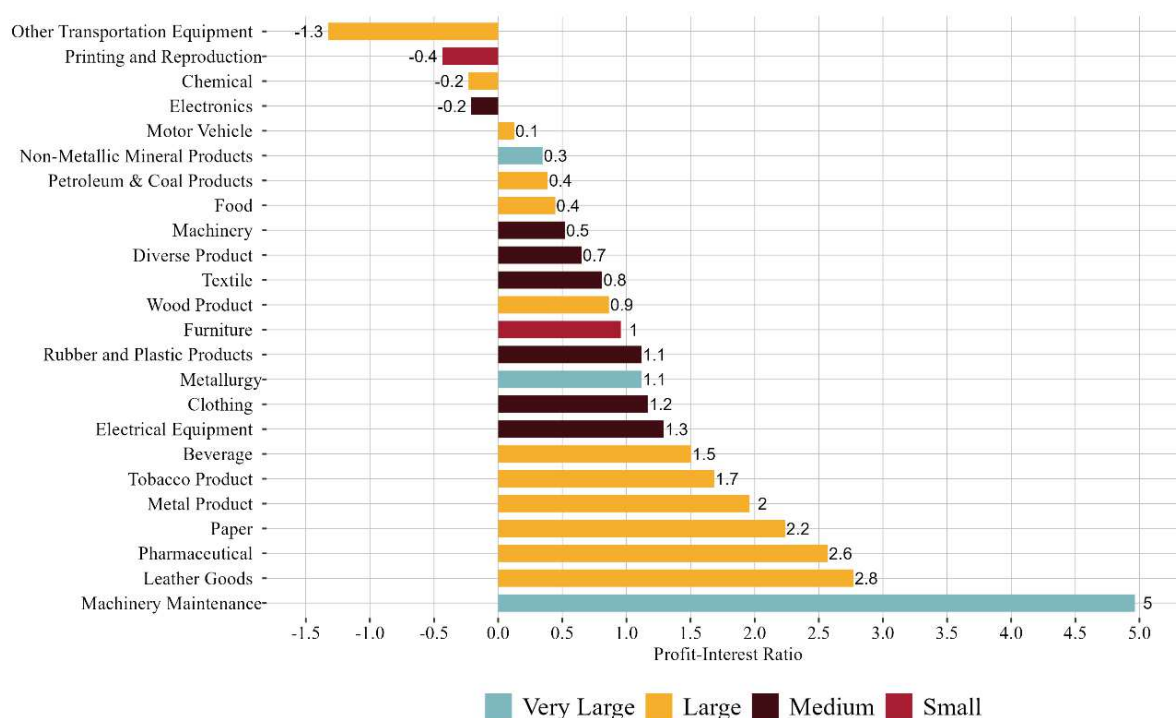


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Orbis Database e do DataViva.

Os setores de média complexidade econômica (círculos amarelos) estão em níveis inferiores para as duas variáveis e, na maioria dos casos, também apresentam menor tamanho médio das empresas em comparação com os maiores setores de baixa complexidade. Dos três setores classificados como de alta complexidade econômica, o setor farmacêutico se destaca tanto pelo tamanho médio das empresas como pela posição de maior lucro operacional médio entre todos os setores no período entre 2014 e 2019. Portanto, se essa amostra permite visualizar como os setores da Indústria de Transformação no Brasil se distribuem no plano lucro-juros, de acordo com duas características importantes da capacidade competitiva – tamanho, que expressa poder de mercado, e complexidade econômica, que expressa poder tecnológico – resta verificar quais características emergem quando se observa a razão lucro-juros classificando os setores por essas características.

O gráfico 33 exibe os setores da Indústria de Transformação classificados por tamanho médio das empresas que os compõem e ordenados de acordo com a razão lucro-juros. Em primeiro lugar, destaca-se o fato de que em 13 dos 24 setores apresentados a razão lucro-juros é inferior a um. Isto é, o volume de renda gerada no processo produtivo do setor industrial transferida para o setor financeiro é superior ao volume que se mantém com as empresas industriais na forma de lucro. Essa é uma forte indicação da relevante assimetria de poder estrutural entre setor financeiro e não financeiro na determinação das condições do mercado de crédito no Brasil.

Gráfico 33 - Razão lucro-juros e tamanho das empresas por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras não listadas, média do período 2014 a 2019)



Fonte: Elaboração própria a partir da Orbis Database.

Nota: Categorias de tamanho segundo o ativo total médio das empresas (em mi USD): Very Large: ≥ 400 ; Large: ≥ 100 & < 400 ; Medium sized: ≥ 60 & < 100 ; Small: ≥ 10 & < 60 .

Quanto à classificação por tamanho, entre os 24 setores, os 17 que apresentam razão lucro-juros igual ou menor a 1.3 não exibem nenhum padrão que se possa associar o tamanho das empresas ao valor da razão lucro-juros. Neste grupo, há setores classificados em todos os tamanhos. Por outro lado, os 7 setores que apresentam as maiores razões lucro-juros (a partir de 1.5) são todos compostos por empresas, em

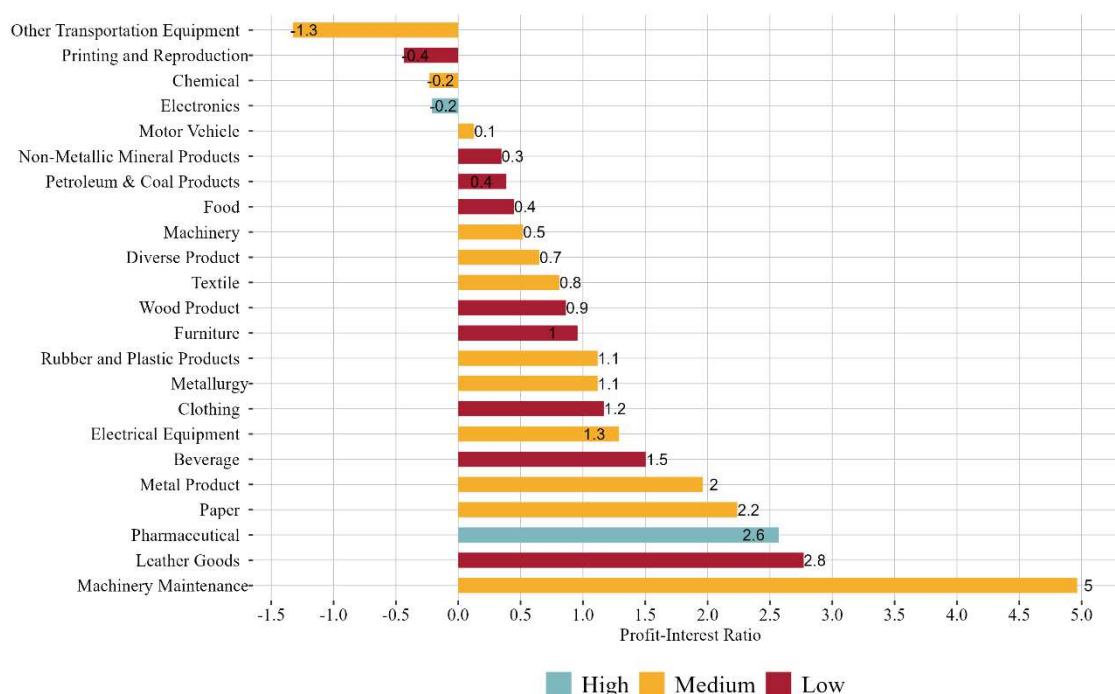
média, grandes ou muito grandes. Vale notar também que dos três setores que classificados como muito grandes, apenas 1 possui razão lucro-juros abaixo de 1.

Essa concentração de setores com empresas maiores entre os que possuem maiores razão lucro-juros indica que a hipótese de que as empresas e setores que alcançaram uma capacidade competitiva mais elevada são também os que terão uma relação mais equilibrada com o setor financeiro em termos da distribuição do valor adicionado entre ambos os setores. Ou seja, são os setores que conseguem diminuir a assimetria de poder estrutural na determinação das condições do mercado de crédito.

O gráfico 34 exibe a razão lucro-juros, mas desta vez os setores estão classificados por nível do índice de complexidade econômica. Note que os eixos dos gráficos 33 e 34 mostram as mesmas informações (nome do setor e razão lucro-juros). A diferença entre os gráficos está nas informações que as cores expressam: tamanho médio (gráfico 33) e complexidade econômica (gráfico 34). A capacidade do índice de complexidade econômica em aglomerar os setores com razão lucro-juros mais elevada parece menor do que o observado quando se utiliza o tamanho médio das empresas como critério de classificação setorial. Porém não é irrelevante, pois dos setores que apresentam razão lucro-juros acima de 1, dez ao todo, apenas três são classificados como de baixa complexidade econômica.

O gráfico 34 traz outra questão relevante: sete setores de alta ou média complexidade econômica foram transferidores líquidos de renda para o setor financeiro, ou seja, apresentaram razão lucro/juros abaixo de 1. Isso significa que setores relevantes para a modernização da estrutura produtiva do país encontram condições de financiamento relativamente mais adversas, quando comparados com alguns setores de baixa complexidade, implicando em um menor poder de acumulação a partir de lucros retidos.

Gráfico 34 – Razão lucro-juros e índice de complexidade econômica por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras não listadas, média do período 2014 a 2019)



Fonte: Elaboração própria a partir da Orbis Database e Data Viva.

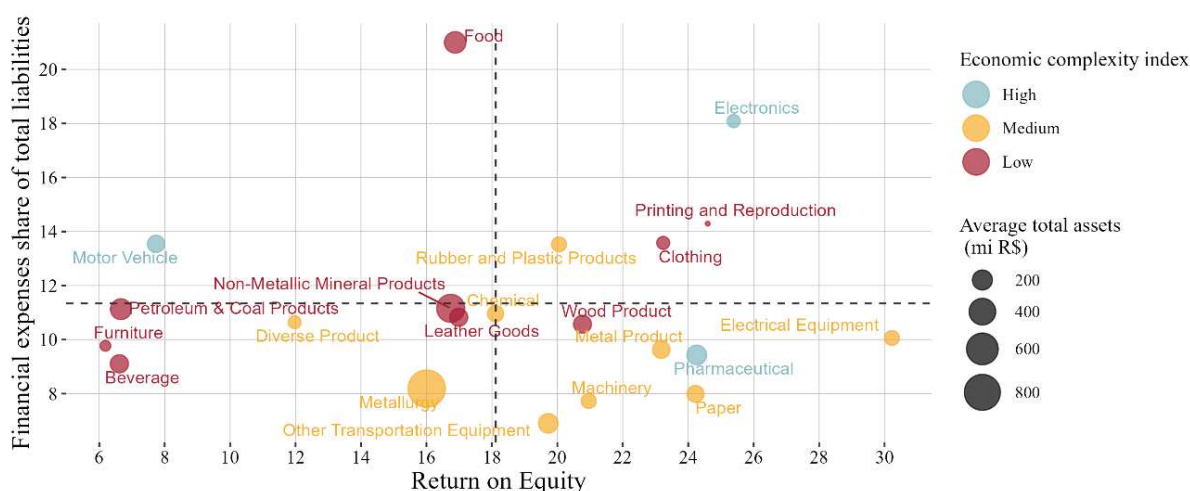
Nota: Categorias de complexidade econômica: High: ≥ 1.0 ; Medim: ≥ 0 & < 1.0 ; Low: < 0

Isso aponta para mais uma característica importante das condições de financiamento da economia brasileira, pois mostra que o mercado de crédito não tem sido capaz de fornecer a uma parcela dos setores de maior complexidade econômica condições que os permitam reter uma fração maior de renda na forma de lucros. E, sendo os lucros uma fonte decisiva de financiamento, essa característica do mercado de crédito se configura como entrave para a modernização da estrutura industrial do país. Importante acrescentar que dos três setores de alta complexidade econômica, apenas o farmacêutico, que, como já visto, também possui maior tamanho médio das empresas, apresenta razão lucro-juros acima de 1. Esse fato, além de evidenciar a relevância do tamanho da empresa na determinação da razão lucro-juros, também indica que setores de maior complexidade econômica, mas que ainda não alcançaram um grau de oligopolização mais elevado, estão sujeitos a um tipo de relação com o setor financeiro que é um obstáculo para atingirem essa mesma oligopolização, dada

a maior transferência de recursos da fonte de financiamento primordial que são os lucros retidos.

Por fim, o gráfico 35 permite uma visualização abrangente da discussão feita nessa seção e traz novas informações relevantes. Os setores estão novamente classificados simultaneamente por tamanho médio das empresas e nível de complexidade econômica. No eixo horizontal, tem-se a taxa de lucro média setorial, representada pela razão entre lucro bruto e patrimônio líquido. No eixo vertical tem-se a parcela das despesas financeiras como proporção do passivo total. Todas as variáveis refletem a média do período entre 2014 e 2019.

Gráfico 35 – Taxa de lucro, despesa financeira, índice de complexidade econômica e tamanho das empresas por setor da Indústria de Transformação (empresas brasileiras não listadas, média do período 2014 a 2019)



Fonte: Elaboração própria a partir da Orbis Database e Data Viva.

As linhas tracejadas vertical e horizontal estão posicionadas, respectivamente, no valor médio da taxa de lucro e da parcela das despesas financeiras no passivo total, entre todos os setores exibidos. Desse modo, o quadrante inferior direito é o que possui a relação lucro-juros mais favorável ao setor industrial, com taxa de lucro acima da média dos setores e parcela das despesas financeiras abaixo da média. Cerca de um terço dos setores estão completamente neste quadrante (sete do total de vinte). Estes setores, exceto por um (Produtos de madeira), são classificados como de média ou alta complexidade. Na outra extremidade, o quadrante superior esquerdo é o que expressa a posição menos favorável ao setor industrial (lucro abaixo da média e parcela das despesas financeiras, acima). Apenas dois setores estão neste

quadrante, mas outros setores (de baixa complexidade em sua maioria), localizados no quadrante inferior esquerdo (taxa de lucro e despesas financeiras abaixo da média), estão próximos ao quadrante superior esquerdo.

Esse padrão - com setores de média complexidade no quadrante mais benéfico para o setor industrial ou próximo a ele; e setores de baixa intensidade tecnológica relativamente mais concentrados próximo ao quadrante menos favorável ao setor industrial - é relevante pois indica que os setores de média complexidade mostram-se mais capazes de gerar uma taxa de lucro acima da média, mesmo que alguns desses setores não tenham uma razão lucro-juros acima de um, como por exemplo o setor produtor de máquinas e equipamentos (“Machinery”). Ou seja, reforça a evidência de que as condições de crédito são nocivas para a modernização produtiva, pois setores que apresentam lucratividade acima da média (gráfico 35), estão transferindo recursos para o setor financeiro acima do volume de lucros (gráficos 33 e 34). Nos outros dois quadrantes (superior direito e inferior esquerdo) localizam-se os setores que estão simultaneamente acima (superior direito) ou abaixo (inferior esquerdo) da média para as duas variáveis representadas nos eixos. São, portanto, setores (majoritariamente de baixa complexidade) que não estão na situação mais desfavorável do quadrante superior esquerdo, mas são os que primeiro podem caminhar para essa posição em períodos de elevação das despesas financeiras e de queda da taxa de lucro.

7.5 Estimação empírica dos determinantes da razão lucro/juros

O objetivo da estimação do modelo a seguir é fornecer indicações sobre quais variáveis possuem maior impacto sobre a distribuição entre lucro e juros na economia brasileira no período recente. Anteriormente foram realizadas a investigação teórica e a exploração dos dados relacionando descritivamente a razão lucro juros com outras variáveis. Este exercício, portanto, é mais um passo na análise dessa relação.

A amostra é composta por dados anuais das demonstrações financeiras, extraídas da Orbis Database, de 127 empresas brasileiras não listadas na bolsa do setor da Indústria de Transformação no período entre 2014 e 2020³⁸. O tamanho da amostra e

³⁸ Note que o período inclui anos de profunda crise econômica no Brasil (2015 e 2016) e o primeiro ano da pandemia da Covid-19 (2020), o que impacta o exercício empírico. O problema é minorado pelo método de estimação adotado que controla por características dos anos.

o período de tempo foram os maiores possíveis para se ter um painel balanceado, isto é, todas as empresas possuem dados de todas as variáveis utilizadas em todos os anos, e para incluir somente empresas com lucro positivo no período, e assim evitar problemas com manipulação de números negativos. Foram escolhidas as empresas não listadas por serem as que tem a relação de financiamento mais ligada ao sistema bancário, portanto refletindo mais diretamente a relação conflitiva entre lucros e juros. As variáveis utilizadas na estimação estão na tabela 1. A razão lucro-juros é a variável dependente. No Apêndice G são apresentados gráficos da distribuição das variáveis, da dispersão de cada par de variáveis e seus respectivos índices de correlação e o boxplot de cada uma.

Quadro 4 - Variáveis utilizadas e suas definições

Variável	Definição
Razão lucro/juros	Divisão entre lucro operacional e despesas financeiras
Tamanho	Ativo total
Gasto com investimento	Variação anual dos ativos fixos totais
Maturidade das dívidas	Divisão entre a dívida de longo prazo e o total do passivo
Liquidez	Divisão entre caixa e o passivo corrente
Eficiência	Divisão entre a receita operacional e o custo das mercadorias vendidas

Fonte: Elaboração própria

As justificativas para a utilização dessas variáveis são as seguintes. A variável de tamanho das empresas busca controlar a possibilidade de que empresas maiores possam ter uma relação com os bancos mais favorável a elas, ou seja, razão lucro-juros mais elevada. O gasto com investimento, por um lado, significa a possibilidade de aumentar os lucros operacionais em decorrência da maior produção e vendas e, por outro lado, significa possíveis gastos maiores com juros se o investimento é financiado com capital de terceiros. Ou seja, pode afetar tanto o numerador como o denominador da razão lucro-juros, por isso é importante colocá-lo explicitamente.

A maturidade da dívida busca controlar o fato de que dívidas de prazo mais longos de vencimento tendem a apresentar taxas de juros mais elevadas, portanto afetando a distribuição entre lucros e juros. A liquidez controla a capacidade das empresas de efetuarem os pagamentos de suas despesas de curto prazo com recursos próprios, o que diminui a necessidade de recorrerem aos bancos para acesso a capital de giro. Por fim, a eficiência controla a capacidade das empresas de gerarem receitas acima do custo de produção das mercadorias, gerando assim mais recursos que poderão ser absorvidos como lucro.

O modelo foi estimado pelo método GMM e as variáveis foram colocadas em logaritmo, tanto para contornar o problema de magnitudes muito distintas entre as variáveis como para expressar os coeficientes em termos de elasticidades, facilitando a interpretação. O resultado da estimação está na tabela 2. O modelo completo é o de número 4, coluna da direita. Exceto pela variável do tamanho das empresas, todos os demais coeficientes foram estatisticamente significativos. Entre as variáveis com coeficientes significativos, somente a maturidade da dívida apresentou coeficiente negativo.

A interpretação do resultado da estimação, seguindo a abordagem construída anteriormente, é a seguinte. A não significância da variável tamanho das empresas pode ser devida ao fato de que todas as empresas são não listadas, portanto, apesar das diferenças de tamanho, possuem o mesmo tipo de relação básica com o setor financeiro, isto é, por meio dos bancos. Como a análise descritiva feita anteriormente nas seções anteriores deste capítulo havia mostrado, a maior diferença de magnitude da razão lucro juros é verificada quando se compara as empresas de capital aberto com as empresas de capital fechado. Apesar disso, essa variável é um importante controle a ser mantido no modelo.

Tabela 6 - Resultados das estimações por GMM-System para 127 empresas brasileiras de capital fechado da indústria de transformação, 2015-2020

	(1)	(2)	(3)	(4)
Razão lucro/juros (primeira defasagem)	0.294*** (0.0711)	0.346*** (0.0717)	0.328*** (0.0671)	0.319*** (0.0709)
Tamanho da empresa	-0.106 (0.1069)	0.00617 (0.0386)	-0.0106 (0.0386)	-0.0198 (0.0418)
Gasto com investimento	0.777 (0.8203)	0.859 (0.8336)	1.077 (0.7903)	1.230* (0.6603)
Maturidade da dívida		-0.183** (0.0724)	-0.206*** (0.0758)	-0.175** (0.0743)
Liquidez			0.162*** (0.0312)	0.133*** (0.0334)
Eficiência				1.869*** (0.4289)
Constante	1.079** (0.4559)	0.230 (0.2664)	0.496* (0.2772)	-0.113 (0.3395)
Observações	635	635	635	635
Instrumentos	29	43	44	45
Teste Arellano-Bond para AR(2) em primeira diferença (p-valor)	0.211	0.298	0.300	0.202
Teste de Hansen para a validade conjunta dos instrumentos (p-valor)	0.317	0.291	0.509	0.515

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Erro padrão entre parênteses. Nível de significância: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

O gasto com investimento foi significativo (a 10%) e foi positivo, o que pode indicar que o efeito positivo da ampliação do capital fixo sobre os lucros supera o efeito negativo decorrente do endividamento necessário para financiá-lo. Ou seja, crescer a empresa possivelmente é uma forma de melhorar a distribuição entre lucros e juros. A maturidade da dívida, significativa a 5% e negativa, pode indicar que as condições

de financiamento de longo prazo para essa amostra de empresas e neste período (de redução dos desembolsos do BNDES) contribuíram para ampliar o deslocamento de recursos para os bancos. Indica, portanto, que melhorar as condições de financiamento de longo prazo, pode contribuir para reduzir o impacto negativo sobre a retenção de lucros das empresas.

A liquidez foi significativa a 1% e positiva, assim como a eficiência. Ambos os casos, podem estar indicando que empresas com uma melhor capacidade de gerar receita para custear suas próprias despesas, reduzindo a dependência em relação aos bancos, tendem a apresentar uma melhor retenção de recursos na forma de lucros em comparação com as despesas financeiras.

Em suma, os resultados desta estimação apresentam coerência com a investigação realizada ao longo do capítulo e trazem indicações importantes que permitem avançar o entendimento de como a razão lucros-juros se comporta diante de variáveis relevantes.

7.6 Conclusão

A primeira conclusão deste capítulo é que a razão lucro-juros, escolhida como centro da análise realizada, se mostrou adequada para captar a proposição teórica da existência de uma relação intrinsecamente conflitiva entre setor financeiro e não financeiro. Esta variável permitiu realizar uma análise em sintonia com as características da estrutura produtiva brasileira e evidenciar as particularidades do Brasil, tanto em comparação a outros países (capítulo anterior), quanto entre os setores econômicos na economia brasileira. Essa variável é, portanto, uma ferramenta analítica útil e pode ser mais explorada em trabalhos futuros.

A segunda conclusão relevante é que a política monetária tem um impacto relevante sobre a relação conflituosa, expressa pela razão lucro-juros, entre setor financeiro e produtivo no mercado de crédito. Em especial, para as empresas de capital aberto da Indústria de Transformação, setor-chave para a mudança estrutural, a trajetória da razão lucro-juros está proporcionalmente mais negativamente correlacionada com a variação da taxa Selic. Portanto, a política monetária se mostra uma arena de conflito fundamental em que a assimetria de poder estrutural entre setor financeiro e produtivo sobre as condições de crédito se expressa e, ao mesmo tempo, se reproduz.

A terceira conclusão é que as empresas não listadas em todos os setores estão em piores condições no que se refere à razão lucro-juros em comparação às empresas de capital aberto, o que reflete, como mostrado, o elevado poder dos bancos brasileiros em estabelecerem elevados *spreads* bancários que são menos sensíveis às variações da taxa Selic. Ou seja, mesmo diante de um período de queda da taxa Selic, o poder dos bancos em imporem condições adversas de crédito a essas empresas faz com que a transferência de renda para o setor financeiro em comparação com o lucro gerado no processo produtivo não se reduza proporcionalmente. Além disso, foi verificada diferenças relevantes entre a Indústria de Transformação e os setores primário-exportadores em relação ao volume de despesas financeiras como proporção da receita operacional e dos empréstimos de longo prazo no total do passivo. Em ambos os casos se verificou uma situação mais desfavorável para a Indústria de Transformação, confirmando as hipóteses do menor capacidade deste setor em condicionar as condições do mercado de crédito a seu favor.

A quarta conclusão é que o grau de oligopolização das empresas, expresso pelo tamanho médio das empresas em cada setor, e, em menor medida, a complexidade econômica estão positivamente associados a uma melhor posição do setor industrial em relação ao setor financeiro, captada pela razão lucro-juros. Isso confirma a hipótese de que as características fundamentais indicadoras de desenvolvimento da Indústria de Transformação são relevantes para as características que as interações financeira produtivas assumem. Mas também se conclui que vários setores com complexidade econômica média e alta são transferidores líquidos de renda para o setor financeiro (razão lucro-juros menor que 1). Sendo assim, as condições de crédito são um obstáculo à mudança estrutural, ao transferirem para o setor financeiro parcela elevada de recursos (lucros) que são fonte para investimento. Adicionalmente, é possível afirmar que essa transferência de valor adicionado das empresas para o setor financeiro gera uma pressão para a redução da parcela do valor adicionado apropriado pelos trabalhadores na forma de salários, ainda que essa não seja a razão principal para a redução dos lucros (SANTOS, *et al*, 2023).

Em conjunto, essas evidências confirmam a dificuldade de se constituir no Brasil um sistema de crédito dirigido pelos mecanismos de mercado, isto é, pelos agentes

financeiros mais poderosos, que esteja em sintonia com as necessidades de financiamento do desenvolvimento. Por um lado, os setores industriais somente conseguem uma razão lucro-juros razoavelmente acima de 1 quando já alcançaram um maior grau de oligopolização e, por outro lado, os setores mais complexos, mas com menor oligopolização de suas empresas, são submetidos a uma maior extração de renda. Portanto, a criação de um sistema de crédito voltado às necessidades de desenvolvimento industrial do Brasil deve necessariamente ir além dos mecanismos de mercado, de modo a reduzir a assimetria de poder estrutural existente na economia brasileira entre setor financeiro e produtivo.

Por fim, a estimação dos determinantes empíricos da razão lucro-juros apontou na mesma direção da existência de uma relação conflituosa entre setor industrial e setor financeiro no Brasil atual. Particularmente, a maturidade das dívidas das empresas apresentou relação negativa com a razão-lucros, ou seja, quanto maior a maturidade, mais o setor bancário extrai renda do setor industrial. Isso indica o papel relevante de se expandir uma estrutura de financiamento de longo prazo no país que seja menos subordinada à assimetria de poder de mercado entre o setor bancário e o setor industrial, de modo a favorecer a manutenção de renda neste setor e assim incentivar o crescimento do investimento.

CONCLUSÃO GERAL

A conclusão geral mais importante deste trabalho é que é improvável que a ação discricionária dos mecanismos de mercado consiga gerar no Brasil um circuito de financiamento do desenvolvimento econômico alinhado às necessidades da economia brasileira. Essa conclusão resulta da articulação da investigação teórica, histórica e empírica realizada ao longo deste trabalho, que possibilitou a construção de uma nova abordagem para se compreender as raízes e características da relação entre setor financeiro e setor produtivo no país. Desse modo, este trabalho contribui para avançar o conhecimento sobre um aspecto central da dinâmica do capitalismo brasileiro há muito presente na literatura.

Em termos teóricos, a abordagem desenvolvida tem como peça fundamental a demonstração de que o sistema de crédito se estrutura sobre a relação inerentemente conflitiva e assimétrica entre o setor financeiro e o setor produtivo, desequilibrada a favor do primeiro. A fundamentação dessa abordagem tem no trabalho de Marx e em outros que o desenvolveram a referência principal. Essa relação conflitiva é o alicerce sobre o qual se estrutura o edifício das relações entre os dois setores no sistema de crédito. Sobre esse alicerce são moldadas as funções principais do sistema financeiro de *finance* e *funding*, como discutido na literatura pós-keynesiana. Em um nível mais superficial estão outras funções do sistema financeiro como, por exemplo, redutor de assimetrias de informação, discutidas pela literatura neoclássica. Mas o fato teórico fundamental estabelecido por este trabalho é que na base das relações entre os dois setores, condicionando todo o sistema, está a relação conflitiva e assimétrica decorrente da própria natureza das posições do setor produtivo e do setor financeiro no sistema capitalista, em que o setor financeiro tem uma posição privilegiada.

A análise histórica possibilitou adicionar duas conclusões-chave à abordagem construída. A primeira é que na história de desenvolvimento industrial dos países, o setor financeiro privado se direcionou prioritariamente para o financiamento das grandes e consolidadas empresas, isto é, onde a transferência de renda do setor produtivo para o financeiro era mais segura. A segunda conclusão é que a relação conflitiva e assimétrica entre os dois setores foi concretamente enfrentada pelos países que realizaram processos de desenvolvimento industrial por meio da redução

mais ou menos drástica da discricionariedade dos agentes financeiros privados sobre o sistema de crédito, isto é, pela redução da alocação de recursos por critérios estritamente derivados do cálculo privado. A coordenação pública do sistema de crédito foi peça fundamental para orientar os fluxos de financiamento e, conseqüentemente, o setor industrial, na direção da transformação produtiva. Essas duas conclusões foram imprescindíveis para complementar a análise teórica realizada anteriormente, uma vez que em termos estritamente teóricos não é possível estabelecer qual a forma que a relação entre setor financeiro e setor produtivo irá tomar, mas somente estabelecer seu caráter conflitivo e assimétrico.

Igualmente, para adicionar mais elementos indicativos da validade da abordagem teórica construída, foi implementado um modelo econométrico de dados em painel com informações de países buscando observar se no nível mais superficial da realidade econômica, captado pelos dados estatísticos, havia indícios da relação conflituosa entre o poder relativo do setor financeiro sobre o mercado de crédito e a acumulação de capital. Preliminarmente foi demonstrado que, mesmo no interior do paradigma neoclássico, houve uma relativização da hipótese segundo a qual mais desenvolvimento financeiro é sempre melhor para o crescimento econômico. A literatura crescente na última década, inclusive com trabalhos no âmbito do BIS e do FMI, aponta na direção de que há limites após os quais o crescimento do setor financeiro passa a prejudicar o crescimento do produto e da produtividade. O modelo empírico implementado neste trabalho, alicerçado em uma abordagem teórica alternativa e, portanto, em uma pergunta diferente, também apontou nessa direção, tanto para os países desenvolvidos como para os subdesenvolvidos, ao encontrar correlações negativas entre a acumulação de capital por um lado e o peso do mercado de capitais e o tamanho do *spread* bancário, por outro. Adicionalmente, foi encontrada evidência de uma correlação negativa nos países subdesenvolvidos entre controle estrangeiro do sistema bancário e acumulação de capital, indicando, conforme a investigação histórica mostrou, que a coordenação nacional do sistema de crédito é relevante para o desenvolvimento industrial.

Tendo sido construída uma abordagem teórica e historicamente nova e internamente consistente, o caso brasileiro foi retomado para se responder à pergunta principal colocada por este trabalho que é por que o setor financeiro privado no Brasil possui

um baixo engajamento no financiamento do desenvolvimento produtivo do país. Para se responder à questão, a trajetória da industrialização brasileira e da constituição do moderno sistema financeiro brasileiro, a partir da segunda metade do século XX, foi examinada à luz da abordagem desenvolvida.

A conclusão principal é que a relação conflitiva e, sobretudo, assimétrica, entre o setor financeiro e industrial no sistema de crédito, foi mais acentuada no Brasil, por conta do caráter subordinado da industrialização brasileira. O caráter subordinado da industrialização do país se refere ao fato reconhecido na literatura de que as empresas nacionais privadas não foram o polo dinâmico da acumulação de capital, pelo contrário, eram empresas em geral de menor porte e possuíam um caráter amplamente reflexo em relação às decisões de investimento do setor estatal e estrangeiro. Essa é uma característica decisiva no que se refere à forma que as relações financeiro-produtivas assumem, uma vez que retiram poder de atração do setor industrial em relação ao setor financeiro e torna o setor financeiro pouco disposto a se associar ao setor industrial privado nacional, dado o risco maior. Conseqüentemente, o poder relativo de cada um dos setores em condicionar o funcionamento do sistema de crédito torna-se ainda mais assimétrico.

Historicamente, o Estado brasileiro lidou com essa particularidade da relações financeiro-produtivas do Brasil, por um lado, por meio da constituição de um aparato público de financiamento de longo prazo que supria apenas parcialmente a inexistência de um “verdadeiro capitalismo financeiro”, nas palavras de Conceição Tavares, mas, por outro lado, por meio de rodadas sucessivas de reformas do sistema financeiro para adequá-lo às exigências da relação risco/retorno e liberdade de atuação impostas pelos agentes financeiros. A conclusão a que este trabalho chega é que esta conduta do Estado brasileiro ao longo de décadas dotou o setor financeiro de um poder de barganha relativo ainda maior e assim acentuou a assimetria entre setor financeiro e industrial no sistema de crédito, o que é o oposto do necessário para criar relações financeiro-produtivas pró-desenvolvimento. Portanto, esse trabalho demonstra que as reformas do setor financeiro que ampliam a discricionariedade dos agentes financeiros privados sobre as condições do mercado de crédito com suposto objetivo de ampliar a eficiência do setor financeiro, conforme argumenta a literatura neoclássica sobre a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento, na

verdade não alteram o padrão de interação financeiro-produtiva a favor do desenvolvimento e, diante de uma relação fortemente assimétrica entre os dois setores, certamente agravará esse padrão.

Após a construção da abordagem realizada neste trabalho e aplicada ao caso brasileiro que permitiu elucidar as raízes do padrão de interação financeira-produtiva no país, o passo seguinte foi investigar as características atuais dessa interação no Brasil. Para isso este trabalho propôs a utilização da razão entre lucros operacionais e juros pagos pelas empresas não financeiras brasileiras como variável-chave para a análise. Utilizando dados de demonstrativos financeiros de empresas não financeiras e de bancos, primeiramente foi realizada uma comparação entre o Brasil e outros países e em seguida foi realizada uma investigação pormenorizada do Brasil.

Esta investigação empírica trouxe conclusões adicionais importantes para a caracterização da relação conflitiva e assimétrica entre setor financeiro e setor produtivo no Brasil atualmente. Em primeiro lugar, o Brasil está entre os países com maior extração de renda do setor produtivo para o financeiro, medida tanto pela margem de *spread* bancário quanto pela razão lucro-juros. Essa característica é uma evidência que está em sintonia com o que se espera da conclusão anterior, segundo a qual o Brasil possui uma forte assimetria de poder entre setor financeiro e setor produtivo no sistema de crédito. Em segundo lugar, concluiu-se que a Indústria de Transformação é o setor em que as consequências da forma assumida pelas relações financeiro-produtivas no Brasil são mais negativas, em especial por conta da maior elasticidade da razão lucro-juros deste setor em relação aos outros setores diante de variações da taxa Selic. Isto é, nas fases de elevação da taxa Selic, a razão lucro-juros média das empresas industriais de capital aberto cai mais que nos demais setores.

Em terceiro lugar, ao se classificar os setores da Indústria de Transformação por tamanho médio das empresas e por nível de complexidade econômica, verificou-se que a maioria dos setores que apresentam razão lucro-juros mais elevada, isto é, mais favorável ao setor industrial, eram, em grande maioria, os mesmos que possuíam empresas nas categorias de maior porte. Isto também está em sintonia com a abordagem desenvolvida, segundo a qual são as empresas mais consolidadas e os setores mais oligopolizados que conseguem diminuir a assimetria com o setor

financeiro no sistema de crédito. Por outro lado, quanto à classificação por complexidade econômica, a extração de renda para o setor financeiro ocorre em todos os níveis, incluindo, particularmente, vários setores de média complexidade com as menores razões lucro-juros. Essa evidência aponta nitidamente para o fato de ser o setor financeiro um obstáculo adicional à transformação produtiva do país, na medida em que exerce uma forte pressão de extração de renda sobre esses setores.

Por fim, em quarto lugar, o modelo econométrico de dados em painel sobre os determinantes da razão lucro-juros apontou que as empresas industriais brasileiras de capital fechado, para reduzirem a extração de renda para o mercado financeiro, devem conseguir gerar mais caixa para arcar com as despesas, isto é, manterem mais líquidas. Ou seja, o modelo está em sintonia com o comportamento defensivo adotado pelas empresas industriais brasileiras, diante do ambiente desfavorável no sistema de crédito ao setor produtivo, que faz com que o país tenha um dos menores níveis de volume de crédito como proporção do PIB entre grandes países subdesenvolvidos. Mas, adicionalmente, o modelo mostrou que ampliar o gasto com investimento tem o efeito de ampliar a razão lucro-juros, ou seja, crescer a capacidade produtiva da empresa contribui para diminuir a extração da renda para o setor financeiro. Isto é importante, pois indica um caminho para diminuir a assimetria de poder entre os dois setores, por meio do desenvolvimento industrial. Em suma, a escolha da razão lucro-juros como variável analítica-chave se mostrou eficaz e permitiu concluir que a relação conflitiva e particularmente assimétrica entre o setor financeiro e o setor produtivo no Brasil apresenta impactos negativos relevantes sobre as condições de financiamento do desenvolvimento.

Este trabalho, portanto, retomou a trilha deixada por autores clássicos do pensamento econômico brasileiro, especialmente Maria da Conceição Tavares e Ignácio Rangel, sobre o problema da dificuldade do capitalismo brasileiro de constituir uma estrutura endógena de financiamento do desenvolvimento, e se colocou a pergunta de qual a razão desta dificuldade. E a resposta é que o Brasil possuiu desde o seu processo de industrialização, aqui qualificada de subordinada, uma relação particularmente assimétrica entre o setor produtivo industrial e o setor financeiro que os impele ao afastamento e não à associação. Essa resposta, teórica e historicamente fundamentada, tem como desdobramento principal o fato de ser improvável que os

mecanismos de mercado sejam capazes de constituir o sistema de crédito mais favorável ao desenvolvimento. Ou seja, o “verdadeiro capitalismo financeiro endógeno”, no sentido da associação autônoma entre setor industrial e setor financeiro privado, não é lógica e historicamente possível nessas condições. Portanto, a criação de um sistema de crédito voltado às necessidades de desenvolvimento industrial do Brasil deve necessariamente ir além dos mecanismos de mercado, de modo a reduzir a assimetria de poder estrutural existente na economia brasileira entre setor financeiro e setor produtivo. A coordenação estatal do sistema de financiamento se impõe como necessidade.

Este trabalho possibilita a abertura de novas agendas de pesquisa e de reflexão sobre a elaboração de políticas públicas. Uma linha de pesquisa possível é sobre o efeito da gestão estatal das política monetárias e fiscal sobre o poder relativo do setor financeiro e do setor não financeiro no sistema de crédito. Por exemplo, qual deveria ser o formato do regime de política monetária e de política fiscal para contribuir na redução da assimetria de poder entre setor financeiro e não financeiro de modo a favorecer o último? Ou ainda, como o regime de metas de inflação se relaciona com a reprodução dessa assimetria de poder? No âmbito da gestão fiscal e da dívida pública quais são os fatores principais a condicionarem o poder de barganha do setor financeiro no sentido de manter o sistema de crédito mais favorável a seus interesses? Além dessas possíveis linhas de pesquisa vinculadas à ação estatal, também há outras mais ligadas à estrutura econômica. Uma delas é a investigação do impactos do setor financeiro não bancário, particularmente do setor de fundos de investimento, sobre as relações conflitivas entre setor financeiro e não financeiro. Ainda que os fundos de investimento tenham uma relevância menor no Brasil e estejam pouco vinculados ao financiamento do setor industrial, seu crescimento nas décadas mais recentes, o torna um objeto importante de ser incluído na análise.

A respeito da elaboração de políticas públicas, as conclusões desta tese também apontam questões relevantes. Uma primeira questão é que uma agenda de reformas microeconômicas que mire a ampliação da oferta de crédito às empresas por meio de medidas como ampliação de garantias para o setor financeiro ou melhoria no acesso ao histórico creditício das empresas, isto é, por meio de políticas de redução de assimetria de informação e do risco moral, tende a não apresentar efeitos

significativos sobre o padrão de financiamento das empresas. Mais frutífera tende a ser uma agenda que ataque diretamente a questão criando mecanismos de direcionamento do crédito para os setores mais relevantes para a mudança estrutural.

Uma segunda questão, que é um complemento necessário à primeira, é que políticas voltadas à transformação produtiva, como políticas industriais e de tecnologia e inovação, além de necessitarem de um vigoroso eixo de direcionamento de crédito a condições favoráveis para os setores-alvo, isto é, um eixo pelo lado da oferta, também necessitam de um eixo igualmente vigoroso e prolongado pelo lado da demanda para viabilizar que empresas possam surgir e se desenvolverem. Isto porque, dada a posição historicamente mais frágil do setor industrial, a oferta de crédito a condições mais favoráveis pode não ser suficiente para gerar a esperada demanda por esse mesmo crédito pelos setores-alvo, especialmente nos casos em que o componente inovativo imponha um risco elevado. A agenda de transformação produtiva e tecnológica com vistas à mitigação e adaptação às mudanças climáticas é um terreno em que isso se aplica amplamente. Portanto, além do direcionamento do crédito, a ampliação e sustentação dos níveis de investimento público e sua articulação, bem como do gasto público de modo geral, com as políticas de transformação produtiva, são essenciais para o sucesso dessas políticas.

Em síntese, as descobertas desse trabalho apontam para a necessidade de uma agenda de pesquisa que não tome o atual estado de coisas do sistema financeiro e do mercado de crédito no Brasil como o “fim da História”. Mas se proponha a colocar no horizonte uma ampla reforma financeira pró-desenvolvimento, que leve em consideração as características particulares das interações financeiro-produtivas na economia brasileira.

REFERÊNCIAS

AIDAR, Gabriel.; MONTANI, Norberto; Não há oposição entre BNDES e mercado de capitais. **Valor Econômico**, São Paulo, 19 mai. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniaao/coluna/nao-ha-oposicao-entre-bndes-e-mercado-de-capitais.ghtml>. Acesso em: 14 ago. 2025.

AGHION, Beatriz Armendariz de. Development banking. **Journal of Development Economics**, v. 58, n. 1, p. 83-100, 1999. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(98\)00104-7](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(98)00104-7)

ALLEN, Franklin; CAPIE, Forrest; FOHLIN, Caroline; MIYAJIMA, Hideaki; SYLLA, Richard; YAFEH, Yishay; WOOD, Geoffrey. How Important Historically Were Financial Systems for Growth in the U.K., U.S., Germany, and Japan? 2010. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1701274>

AMSDEN, Alice Hoffenberg. **Asia's next giant: South Korea and late industrialization**. Oxford University Press, 1989.

ANG, James B. A survey of recent developments in the literature of finance and growth. **Journal of economic Surveys**, v. 22, n. 3, p. 536-576, 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2007.00542.x>

ARAUJO, Victor Leonardo de. A macroeconomia do governo Médici (1969-1974): uma contribuição ao debate sobre as causas do "milagre" econômico. Em: ARAUJO, Victor Leonardo de; MATTOS, Fernando Augusto M. de (Eds.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. 1. ed. São Paulo: Hucitec Editora, 2021a.

ARAUJO, Victor Leonardo de. A macroeconomia do governo Costa e Silva (1976-1969). Em: ARAUJO, Victor Leonardo de; MATTOS, Fernando Augusto M. de (Eds.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. 1. ed. São Paulo: Hucitec Editora, 2021b.

ARCAND, Jean Louis; BERKES, Enrico; PANIZZA, Ugo. Too much finance? **Journal of Economic Growth**, v. 20, p. 105-148, 2015. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>

ARELLANO, Manuel; BOND, Stephen. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The review of economic studies**, v. 58, n. 2, p. 277–297, 1991. <https://doi.org/10.2307/2297968>

ARELLANO, Manuel; BOVER, Olympia. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. **Journal of econometrics**, v. 68, n. 1, p. 29–51, 1995. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)

ARGITIS, George. Intra-capitalist Conflicts, Monetary Policy and Income Distribution. **Review of Political Economy**, v. 13, n. 4, p. 453–470, out. 2001. <https://doi.org/10.1080/09538250120099953>

BAJGAR, Matej; BERLINGIERI, Giuseppe; CALLIGARIS, Sara; CRISCUOLO, Chiara; TIMMIS, Jonathan. Coverage and representativeness of Orbis data, **OECD Working Paper**, n. 2020/06, OECD Publishing, Paris, 2020. <https://doi.org/10.1787/c7bd03-en>

BARBOSA, Flávia Félix; TERRA, Fábio. Operações compromissadas do Banco Central do Brasil: uma análise do período 2002-2020. **Economia e Sociedade**, v. 34, n. 2, p. e269250, 2025. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2025v34n2.269250>

BARBOZA, Ricardo de Menezes; FURTADO, Mauricio. Afinal, o BNDES afeta o juro neutro e a potência da política monetária? Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 59 p. **Textos para discussão** 154, 2023. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23265>

BARBOZA, Ricardo; TORRES, Ernani; MAGALHÃES, Letícia; MARTINS, Norberto; PEREIRA, Thiago; LIBERA, Victor. O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 45, n. 2, p. e253569, 2025. <https://doi.org/10.1590/0101-31572025-3569>

BECK, Thorsten. Finance for development: A research agenda. **ESRC-DFID DEGRP Research Report**, 2013. Disponível em: <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08a48e5274a27b200050b/Finance-Development-Research-Report-September-2013.pdf>

BENCIVENGA, Valerie R.; SMITH, Bruce D. Financial intermediation and endogenous growth. **The review of economic studies**, v. 58, n. 2, p. 195-209, 1991. <https://doi.org/10.2307/2297964>

BLUNDELL, Richard; BOND, Stephen. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115–143, 1998. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)

BORGHI, Alexandre R. Z. Globalisation and Economic Development: The Brazilian Experience Regarding the Expansion of Transnational Corporations. **Anais do XLI Encontro Nacional de Economia**, 2013. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro/2013/files/I/i7-0f727c093d2951e4eb9699ce65f98ff5.doc>

BRITTO, Gustavo; ROMERO, João P.; FREITAS, Elton; COELHO, Clara. The great divide: economic complexity and development paths in Brazil and the Republic of Korea. **Cepal Review**, nº 127, p. 191-213, 2019. Disponível em: <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/9218a46b-4d68-42df-98bb-8ba5a8be6f6d/content>

CAMPBELL, Martha. The credit system. In: In: CAMPBELL, Martha; REUTEN, Geert. (eds). **The Culmination of Capital**. Springer, 2002. p. 212–227. https://doi.org/10.1057/9780230597099_9

- CARVALHO, A. Gledson de. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 4, n. 2, p. 595–632, 2000. <https://doi.org/10.11606/1813-8050/ea218825>
- CASSIOLATO, José; ZUCOLOTO, Graziela; MILAGRES, Rosiléia; STALLIVIERI, Fábio. Transnational Corporations and the Brazilian National System of Innovation. In: CASSIOLATO, José; ZUCOLOTO, Graziela; ABROL, Dinesh; LIU, Xielin (Ed.). **Transnational Corporations and Local Innovation**. 1. ed. Ottawa: Routledge India, p. 68–132, 2014. <https://doi.org/10.4324/9780367818562>
- CASTRO, Lavínia Barros de. Financiamento do desenvolvimento: experiência comparada Brasil-Coreia (1950-1980). **Revista do BNDES**, v. 32, p. 5–45, 2009. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/16481>
- CARVALHO, Fernando. J. Cardim de. Financial innovation and the Post Keynesian approach to the “process of capital formation”. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 19, n. 3, p. 461–487, 1997. <https://doi.org/10.1080/01603477.1997.11490122>
- CARVALHO, Fernando. J. Cardim de. On the nature and role of financial systems in Keynes’s entrepreneurial economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 3, p. 287–307, 2016. <https://doi.org/10.1080/01603477.2016.1190282>
- CAVALCANTI, Felipe De Oliviera; GUTIERREZ, Carlos E. Carrasco; FIGUEIREDO, Jéssica Filardi Milker. (2021). Determinantes do spread bancário no Brasil e os efeitos do Acordo de Basileia III. **Economia Aplicada**, v. 25, n. 2, p. 293–322, 2021. <https://doi.org/10.11606/1980-5330/EA173229>
- CECCHETTI, Stephen G.; KHARROUBI, Enisse. Reassessing the impact of finance on growth. 2012. **BIS Working Papers**, n. 381, 2012. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work381.pdf>
- CHANG, Ha-Joon; ANDREONI, Antonio. Bringing production back into development: An introduction. **The European journal of development research**, v. 33, p. 165-178, 2021. <https://doi.org/10.1057/s41287-021-00359-3>
- CHEN, Muyang. State actors, market games: Credit guarantees and the funding of China Development Bank. **New political economy**, v. 25, n. 3, p. 453-468, 2020. <https://doi.org/10.1080/13563467.2019.1613353>
- COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz G. Melo. O Desenvolvimento do Capitalismo Avançado e a Reorganização da Economia Mundial no Pós-Guerra. **Estudos Cebrap**, v. 23, n. 23, p. 6–31, 1980.
- DAVIDSON, Paul. **Post Keynesian macroeconomic theory**. Edward Elgar Publishing, 2011.

DAVIS, Leila E. Financialization and Investment: a survey of the empirical literature. **Journal of Economic Surveys**, v. 31, n. 5, p. 1332–1358, 2017. <https://doi.org/10.1002/9781119483328.ch8>

DEEG, Richard. On the development of universal banking in Germany. In: FORSYTH, Douglas J.; VERDIER, Daniel (Editores). **The Origins of National Financial Systems**. London, Routledge, p. 103–120, 2003. <https://doi.org/10.4324/9780203222119>

DEIDDA, Luca; FATTOUH, Bassam. Non-linearity between finance and growth. *Economics Letters*, v. 74, n. 3, p. 339–345, 2002. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(01\)00571-7](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(01)00571-7)

DEMBIERMONT, Christian; DREHMANN, Mathias; MUKSAKUNRATANA, Siriporn. How much does the private sector really borrow? A new database for total credit to the private non-financial sector. **BIS Quarterly Review**, 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2248501>

DEMIRGÜÇ-KUNT, Ash; HUIZINGA, Harry. Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence. **The world bank economic review**, v. 13, n. 2, p. 379–408, 1999. <https://doi.org/10.1093/wber/13.2.379>

DORNELAS, Larissa Naves de Deus; TERRA, Fábio. **Selic**: o mercado brasileiro de dívida pública. Campinas: Alínea, 2021.

EPSTEIN, Gerald. Political economy and comparative central banking. **Review of Radical Political Economics**, v. 24, n. 1, p. 1–30, 1992. <https://doi.org/10.1177/048661349202400101>

ERBER, Fábio Stefano. Innovation and the development convention in Brazil. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 3, n. 1, p. 35–54, 2004. <https://doi.org/10.20396/rbi.v3i1.8648891>

ERBER, Fábio Stefano. The evolution of development conventions. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 16, n. 1, p. 1–22, 2012. <https://doi.org/10.1590/S1415-98482012000100001>

EVANGELISTA, Thamirys Figueredo; ARAÚJO, Eliane Cristina de. A eficácia do crédito como canal de transmissão da política monetária no Brasil: estratégia de identificação da oferta e demanda de crédito. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 22, n. 02, 2018. <https://doi.org/10.1590/198055272224>

FEENSTRA, Robert C.; INKLAAR, Robert; TIMMER, Marcel P. The next generation of the Penn World Table. **American economic review**, v. 105, n. 10, p. 3150–3182, 2015. <https://www.aeaweb.org/articles/pdf/doi/10.1257/aer.20130954>

FREITAS, Cristina Penido. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. **Economia e Sociedade**, v. 6, n. 1, p. 51–83, 1997. <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643170>

GABOR, Daniela; BRAUN, Benjamin. Green macrofinancial regimes. **Review of international political economy**, v. 32, n. 3, p. 542-568, 2025. <https://doi.org/10.2218/finsoc.v6i1.4408>

GELOS, R. Gaston. Banking spreads in latin america. **Economic Inquiry**, v. 47, n. 4, p. 796-814, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2008.00144.x>

GENNARI, Adilson Marques. A Nação e o Capital Estrangeiro: um estudo sobre a Lei de Remessa de Lucros no Governo João Goulart. **Anais do III Congresso Brasileiro de História Econômica e 4ª Conferência Internacional de História de Empresas**, 1999. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/abp/he1999/001.html>

GERSCHEKRON, Alexander. **Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays**. Cambridge, Massachusetts: Belknap Press of Harvard University Press, 1962.

GIOVANNINI, Alessandro; IACOPETTA, Maurizio; MINETTI, Raoul. Financial markets, banks, and growth: Disentangling the links. **Revue de l'OFCE**, v. 131, n. 5, p. 105-147, 2013. <https://doi.org/10.3917/reof.131.0105>

GOLDSMITH, Raimond W. **Financial structure and development**. New Haven: Yale University Press, 1969.

GREENWOOD, Jeremy; JOVANOVIC, Boyan. Financial development, growth, and the distribution of income. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, Part 1, p. 1076-1107, 1990. <https://doi.org/10.1086/261720>

GURLEY, John G.; SHAW, Edward S. Financial Aspects of Economic Development. **The American Economic Review**, v. 45, n. 4, p. 515-38, 1955. <http://www.jstor.org/stable/1811632>

GURLEY, John G.; SHAW, Edward S. Financial structure and economic development. **Economic Development and Cultural Change**, v. 15, n. 3, p. 257-68, 1967. <https://doi.org/10.1086/450226>

GURU, Biplab K.; YADAV, Inder. Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS. **Finance and Administrative Science**, v. 24, n. 47, p. 113-126, 2019. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-12-2017-0125>

HARDIE, Iain; HOWARTH, David J. (Ed.). **Market-based banking and the international financial crisis**. Oxford University Press (UK), 2013.

HARDIE, Iain; HOWARTH, David. Framing Market-Based Banking and the Financial Crisis. In: HARDIE, Iain; HOWARTH, David J. (Ed.). **Market-based banking and the international financial crisis**. Oxford University Press (UK), p. 22-55, 2013a.

HARDIE, Iain; HOWARTH, David. A peculiar kind of devastation: German market-based banking. In: HARDIE, Iain; HOWARTH, David J. (Ed.). **Market-based banking and the international financial crisis**. Oxford University Press (UK), p. 103-127, 2013b.

HARDIE, Iain; MAXFIELD, Sylvia; VERDUN, Amy. Introduction: Towards a political economy of banking. In: HARDIE, Iain; HOWARTH, David J. (Ed.). **Market-based banking and the international financial crisis**. Oxford University Press (UK), p. 1-21, 2013.

HARDIE, Iain; MAXFIELD, Sylvia. Market-based banking as the worst of all worlds: Illustrations from the United States and United Kingdom. In: HARDIE, Iain; HOWARTH, David J. (Ed.). **Market-based banking and the international financial crisis**. Oxford University Press (UK), p. 56-76, 2013.

HEINRICH, Michael. **An introduction to the three volumes of Karl Marx's Capital**. Monthly Review Press, 2004.

HERMANN, Jennifer. Financial structure and financing models: The Brazilian experience over the 1964–1997 period. **Journal of Latin American Studies**, v. 34, n. 1, p. 71-114, 2002. <https://doi.org/10.1017/S0022216X01006290>

HILFERDING, Rudolf. **Finance capital: a study of the latest phase of capitalist development**. London; Boston: Routledge & Kegan Paul, 1981.

HOWARTH, David. State intervention and market-based banking in France. In: HARDIE, Iain; HOWARTH, David J. (Ed.). **Market-based banking and the international financial crisis**. Oxford University Press (UK), p. 128-150, 2013.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?. **Global Financial Stability Report**. Washington, DC. Online Annex 2.1. Analysis of Selected Banking Sector Indicators, 2018. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/GFSR/2018/Oct/ch2/Doc/annex-2-1.ashx>

KALEMLI-OZCAN, Sebnem; SORESEN, Bent; VILLEGAS-SANCHEZ, Carolina; VOLOSOVYCH, Vadym; YESILTAS, Sevcen. How to construct nationally representative firm level data from the Orbis global database: New facts and aggregate implications. **NBER Working Paper Series**, n. 21558, 2015. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w21558>

KASMAN, Adnan; TUNC, Gokce; VARDAR, Gulcin; OKAN, Berna. Consolidation and commercial bank net interest margins: Evidence from the old and new European Union members and candidate countries. **Economic Modelling**, v. 27, n. 3, p. 648-655, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2010.01.004>

KEYNES, John Maynard. The “ex-ante” theory of the rate of interest. **The Economic Journal**, v. 47, n. 188, p. 663-669, 1937. <https://doi.org/10.2307/2225323>

KEYNES, J. M. **General Theory of Employment, Interest, and Money**. London: Cambridge University Press, 2013.

KING, Robert G.; LEVINE, Ross. Finance and growth: Schumpeter might be right. **The quarterly journal of economics**, v. 108, n. 3, p. 717–737, 1993. <https://doi.org/10.2307/2118406>

KOHLI, Vineet. A Historical Perspective on the Role of Stock Markets in Economic Development. **Economic and Political Weekly**, v. 47, n. 36, 2012. <https://www.jstor.org/stable/41720112>

KUMAR GURU, B.; SEKHAR YADAV, I. Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS. **Finance and Administrative Science**, v. 24, n. 47, p. 2077–1886, 2019.

LAW, Siong H.; SINGH, Nirvikar. Does too much finance harm economic growth?. **Journal of Banking & Finance**, v. 41, p. 36-44, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.020>

LEE, Chung H. The Government, Financial System, and Large Private Enterprises in the Economic Development of South Korea. **World Development**, v. 20, n. 2, p. 187–197, 1992. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(92\)90098-G](https://doi.org/10.1016/0305-750X(92)90098-G)

LESSA, Carlos. **A estratégia de desenvolvimento, 1974/76: sonho e fracasso**. Campinas: Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia, 1998.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 2, p. 688–726, 1997. <https://www.jstor.org/stable/2729790>

LEVINE, Ross. Finance and growth: theory and evidence. **Handbook of economic growth**, v. 1, p. 865-934, 2005. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)

LOPREATO, Francisco Luiz C. Dívida pública: O limiar de mudanças?. IPEA, **Texto para Discussão**, n. 2026, 2015. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3595>

LOUREIRO, Felipe P. A aprovação da lei de limitação de remessa de lucros no governo Goulart e o empresariado nacional e estrangeiro (1961-1964). **Revista Brasileira de História**, v. 36, n. 71, p. 155–177, 1 jan. 2016. https://doi.org/10.1590/1806-93472016v36n71_007

LUCAS, Robert E. On the mechanics of economic development. **Journal of Monetary Economics**, v. 22, n. 1, p. 3–42, 1988. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)

MACARINI, José Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967-1973). **Economia e Sociedade**, v. 16, n. 3, p. 343–369, dez. 2007. <https://doi.org/10.1590/S0104-06182007000300003>

MAITINO NETO, Adonis. Crédito direcionado e a transmissão da política monetária: estudo do impacto dos desembolsos do BNDS na curva IS. Escola de Economia de São Paulo da Faculdade Getúlio Vargas: **Dissertação de Mestrado**, 2018. <https://hdl.handle.net/10438/24652>.

MANHIÇA, Félix António; JORGE, Caroline Teixeira. O nível da taxa básica de juros e o spread bancário no Brasil: uma análise de dados em painel. IPEA. **Texto para Discussão 1710**, 2012. <https://hdl.handle.net/10419/91451>

MARX, Karl. **O capital** (livro 3): O processo de circulação do capital. Boitempo Editorial, 2017.

MAUDOS, Joaquín; DE GUEVARA, Juan Fernandez. Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union. **Journal of Banking & Finance**, v. 28, n. 9, p. 2259-2281, 2004. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.09.004>

MAZZUCATO, Mariana; SEMIENIUK, Gregor. Public financing of innovation: new questions. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 33, n. 1, p. 24–48, 2017. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grw036>

MAZZUCHELLI, Frederico. **A contradição em processo: o capitalismo e suas crises**. São Paulo: Brasiliense, 1985.

MCKINNON, Ronald I. **Money and capital in economic development**. Washington D.C.: Brookings Institution Press, 1973.

MENDES, Marcos. BNDES sinaliza que repetirá erros que nos custaram caro. **Folha de São Paulo**, 24 mar. 2023. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-mendes/2023/03/bndes-sinaliza-que-repetira-erros-que-nos-custaram-carro.shtml>

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Sistema financeiro chinês: conformação, transformações e controle. In.: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (Organizadores). **China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 335-90, 2015. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4606>

MERTON, Robert C. A functional perspective of financial intermediation. **Financial management**, vol. 24, n. 2, p. 23-41, 1995. <https://doi.org/10.2307/3665532>

MINSKY, Hyman P. **John maynard Keynes**, Editora Unicamp, 2011.

MINSKY, Hyman. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. McGraw Hill, 2008.

MODENESI, André de Melo; MODENESI, Rui Lyrio; OREIRO, José Luis; MARTINS, Norberto Montani. Convention, interest rates and monetary policy: a post-Keynesian–French-conventions-school approach. **European Journal of Economics and Economic Policies**, v. 10, n. 1, p. 76–92, 2013. <https://doi.org/10.4337/ejeep.2013.01.07>

MONNET, Eric. **Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973**. Cambridge University Press, 2018.

MORCEIRO, Paulo Cesar; Guilhoto, Joaquim José Martins. Sectoral deindustrialization and long-run stagnation of Brazilian manufacturing. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 43, nº 2, p. 418-41, 2023. <https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3340>

MORTIMORE, Michael. The impact of TNC strategies on Development in Latin America and the Caribbean. In: VELDE, Dirk W. (Editor). **Foreign Direct Investment, income inequality and poverty**, p. 63–88, 2004. Disponível em: <https://cdn-odi-production.s3.amazonaws.com/media/documents/7987.pdf#page=67>

NAPOLEONI, Cláudio. **O pensamento econômico do século XX**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1979.

NAQVI, Natalya; HENOW, Anne; CHANG, Ha-Joon. Kicking away the financial ladder? German development banking under economic globalisation. **Review of international political economy**, v. 25, n. 5, p. 672-698, 2018. <https://doi.org/10.1080/09692290.2018.1480515>

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. Estratégias de balanço dos cinco maiores bancos no Brasil no período recente (I-2007/III-2014). In: SANTOS, Cláudio Hamilton Matos dos (Org.). **Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015**, volume 1, p. 203-76, 2017. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8774>

OREIRO, José Luís da Costa; PAULA, Luiz Fernando de; SILVA, Guilherme Jonas Costa da; ONO, Fábio Hideki. Determinantes macroeconômicos do spread bancário no Brasil: teoria e evidência recente. **Economia Aplicada**, v. 10, p. 609-634, 2006. <https://doi.org/10.1590/S1413-80502006000400007>

PANICO, Carlo. Marx's analysis of the relationship between the rate of interest and the rate of profits. **Cambridge Journal of Economics**, v.4, n. 4, 363–378, 1980. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cje.a035462>

PANICO, Carlo. **Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution**. Springer, 1988.

PATRÍCIO, Inês; D'OLIVEIRA, Nelson V. Le Cocq. Governo Castello Branco (1964-1966): ditadura, ortodoxia e reformas. Em: ARAUJO, Victor Leonardo de; MATTOS, Fernando Augusto M. de (Eds.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. 1. ed. São Paulo: Hucitec Editora, 2021.

PETRELLI CORRÊA, Vanessa; ALMEIDA FILHO, Niemeyer. Mudanças fundamentais na estrutura de financiamento brasileira nos anos 90: alteração de propriedade e continuação da lógica especulativa. **Revista Economia Ensaios**, v. 15, n. 2, p. 189–240, 2001. Disponível em: <https://seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/1198>

PIRES, Manoel Carlos de Castro. O efeito da liberalização da conta de capital sobre a política fiscal: evidências para o caso brasileiro recente (1995-2000). IPEA, **Texto para Discussão**, n. 1061, 2004. <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1924>

POLANYI, Karl. **A grande transformação: as origens políticas e econômicas de nossa época**. Contraponto Editora, 2021.

POSSAS, Mário. L. Empresas Multinacionais e Industrialização no Brasil. In: BELLUZO, Luiz Gonzaga M; COUTINHO, Renata. **Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise**. 4. ed. Campinas, SP: IE - Unicamp, v. 2, 1998. Disponível em:

<https://www.eco.unicamp.br/images/publicacoes/Livros/30anos/Desenvolvimento-capitalista-no-Brasil.pdf>

QUENNOUËLLE-CORRE, Laure. The state, banks and financing of investments in France from World War II to the 1970s. **Financial History Review**, v. 12, n. 1, p. 63-86, 2005. <https://doi.org/10.1017/S0968565005000041>

RAJAN, Raghuram G; ZINGALES, Luigi, Financial Dependence and Growth. **NBER Working Paper**, n. 5758, 1996. <https://ssrn.com/abstract=7872>

RANGEL, Ignácio. A questão financeira. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 1, n. 1, 1981. <https://doi.org/10.1590/0101-31571981-1031>

Ram, Rati. Financial development and economic growth: Additional evidence. **The Journal of Development Studies**, v. 35, n. 4, 164–174, 1999. <https://doi.org/10.1080/00220389908422585>

REDIVO, André da Silva; CARIO, Silvio Antonio Ferraz; AREND, Marcelo. O BNDES e o catching-up brasileiro (1952-1979). **RDE-Revista de Desenvolvimento Econômico**, v. 1, n. 45, p. 285-317, 2020. <http://dx.doi.org/10.36810/rde.v1i45.6497>

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 28, p. 136–154, 2008. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572008000100007>

ROCCA, Antônio Carlos. **Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais**. São Paulo: IEDI, 2018. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15840>

ROCHA, Marco Antônio Martins da. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma História Recente do Grande Capital Brasileiro**. Tese de doutorado. IE-Unicamp, Campinas, 2013. <https://doi.org/10.47749/T/UNICAMP.2013.911481>

ROODMAN, David. A note on the theme of too many instruments. **Oxford Bulletin of Economics and statistics**, v. 71, n. 1, p. 135–158, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2008.00542.x>

ROUSSEAU, Peter. L. **Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth**. NBER, Working Paper n. 9333, 2002. <http://www.nber.org/papers/w9333>

SAHAY, Ratna; CIHAK, Martin; N'DIAYE, Papa; BARAJAS, Adolfo; AYALA PENA, Diana; BI, Ran; GAO, Yuan; KYOBE, Annette; NGUYEN, Lam; SABOROWSKI, Christian; SVIRYDZENKA, Katsiaryna; YOUSEFI, Reza. **Rethinking financial**

deepening: Stability and growth in emerging markets. International Monetary Fund, 2015.

SANT'ANNA, André. Albuquerque. Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2007. In: FERREIRA, Francisco. Marcelo. R.; MEIRELLE, Beatriz. Barboza. (Eds.). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, v. 1, 2009. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/1907>

SANTOS, Diogo Oliveira; RESENDE, Marco Flávio da Cunha. Os Impactos da financeirização sobre o circuito finance-investimento-poupança-funding. **Brazilian Keynesian Review**, v. 7, n. 2, p. 306–333, 2021. <https://doi.org/10.33834/bkr.v7i2.262>

SANTOS, Diogo Oliveira. BRITTO, Gustavo; RIBEIRO, Rafael S.M.; FREIRE, Debora. Do wages squeeze markups? Sectoral-level evidence for Brazil, 2000–2013. **Structural Change and Economic Dynamics**, v. 66, p. 52-66, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2023.04.001>

SARTI, Fernando.; LAPLANE, Mariano F. O Investimento Direto Estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1, p. 63–94, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643088>

SCHUMPETER, Joseph. A. **The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle**. Routledge, 2017.

SHAW, Edward S. **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University Press, 1973.

SOUSA, Silvio B.; FERREIRA JUNIOR, Laerte G.; MIZIARA, Fausto; MORAIS, Hugo A. Crédito Rural no Brasil: evolução e distribuição espacial (1969–2016). **Revue franco-brésilienne de géographie**, n. 45, 2020. <https://doi.org/10.4000/confins.29836>

STIGLITZ, Joseph E. Markets, Market Failures, and Development. **American Economic Review**, p. 197–203, 1989. <https://www.jstor.org/stable/1827756>

STIGLITZ, Joseph E. The role of the state in financial markets. **The world bank economic review**, v. 7, n. suppl_1, p. 19-52, 1993. https://doi.org/10.1093/wber/7.suppl_1.19

STUDART, Rogério. **Investment Finance in Economic Development**. 1 ed. London: Routledge, 1995. <https://doi.org/10.4324/9780203202234>

STULZ, René. Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective. In: DEMIRGUÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross (Editores). **Financial structure and economic growth: A Cross-country comparison of banks, markets, and development**. MIT press, p. 143–188, 2001.

SVIRYDZENKA, Katsiaryna. Introducing a new broad-based index of financial development. **International Monetary Fund Working Paper**, n. 16/5, 2016. <https://doi.org/10.5089/9781513583709.001>

TARUS, Daniel K.; CHEKOL, Yonas B.; MUTWOL, Milcah. Determinants of net interest margins of commercial banks in Kenya: A panel study. **Procedia economics and finance**, v. 2, p. 199-208, 2012. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00080-9](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00080-9)

TAVARES, Maria da Conceição. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira**. 11. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1983.

TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira**. Campinas, SP: Unicamp, 1998.

TAVARES, Maria da Conceição. Império, território e dinheiro. In: FIORI, José Luiz (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, p. 449–489, 1999.

TORRES FILHO, Ernani. **O BNDES em uma encruzilhada: como evitar sua desmontagem**. IEDI. São Paulo: IEDI, 2018. <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15689>

TORRES FILHO, Ernani; MACAHYBA, Luiz. Mercado de capitais e crédito corporativo de longo prazo: oportunidades e perspectivas. **Position Paper**, FIESP, São Paulo, 2022. Disponível em: <https://sitefiespstorage.blob.core.windows.net/uploads/2023/04/file-20230404200849-ivmercadodecapitais.pdf>

VAN DER LAAN, Cesar Rodrigues. A liberalização da conta de capitais no Brasil recente (1990-2005). *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 28, p. 425-58, 2007. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11940>

VITOLS, Sigurt. Financial systems and industrial policy in Germany and Great Britain: the limits of convergence, **WZB Discussion Paper**, n. FS I 95-311, 1995. <https://www.econstor.eu/handle/10419/44124>

WADE, Robert. East Asian financial systems as a challenge to economics: Lessons from Taiwan. *California Management Review*, v. 27, n. 4, p. 106-127, 1985. <https://doi.org/10.2307/41165159>

WOLF, Paulo José Whitaker; OLIVEIRA, Giuliano Contendo de; PALLUDETTO, Alex Wilhans Antônio. O mercado de ações no Brasil (2003-2015): evolução recente e medidas para o seu desenvolvimento. **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, v. 30, n. 2(54), 2018. <https://doi.org/10.23925/1806-9029.2018v30i2p145-180>

XU, Zhenhui. Financial development, investment, and economic growth. **Economic inquiry**, v. 38, n. 2, p. 331-344, 2000. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2000.tb00021.x>

YASUDA, Ayako. The performance and roles of Japanese development banks. **Stanford Senior Honor Thesis**. Stanford University, 1993. Disponível em: http://www.ayakoyasuda.com/papers/performance_and_roles_of_japanese_development_banks_ocr.pdf

ZONINSEIN, Jonas. Rudolf Hilferding's theory of finance capitalism and today's world financial markets. In: KOSLOWSKI, Peter (Editor). **The theory of capitalism in the German economic tradition**. Springer, p. 275–308, 2000.

ZYSMAN, John. **Governments, markets, and growth**. Cornell University Press, 2018.

APÊNDICE A - LISTA DE PAÍSES QUE COMPÕEM A AMOSTRA 1

1 Argentina	23 Hong Kong SAR, China	45 Norway
2 Australia	24 Hungary	46 Peru
3 Austria	25 Iceland	47 Philippines
4 Belgium	26 India	48 Poland
5 Brazil	27 Indonesia	49 Portugal
6 Brunei Darussalam	28 Ireland	50 Romania
7 Bulgaria	29 Israel	51 Russia
8 Cambodia	30 Italy	52 Saudi Arabia
9 Canada	31 Japan	53 Singapore
10 Chile	32 Kazakhstan	54 Slovak Republic
11 China	33 Korea, Rep.	55 Slovenia
12 Colombia	34 Lao PDR	56 South Africa
13 Costa Rica	35 Latvia	57 Spain
14 Croatia	36 Lithuania	58 Sweden
15 Cyprus	37 Luxembourg	59 Switzerland
16 Czech Republic	38 Malaysia	60 Thailand
17 Denmark	39 Malta	61 Tunisia
18 Estonia	40 Mexico	62 Turkey
19 Finland	41 Morocco	63 United Kingdom
20 France	42 Myanmar	64 United States
21 Germany	43 Netherlands	65 Vietnam
22 Greece	44 New Zealand	

Fonte: Elaboração própria

**APÊNDICE B - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO
MODELO DA EQUAÇÃO 1**

Nome da variável	Nº de observações	Média	Desvio Padrão	Menor valor	Maior valor
Concentração bancária	1079	78,6	16,9	28,1	100
Crescimento do PIB	1235	2,7	3,4	-14,2	24,5
Crescimento do estoque de capital	1235	3,3	3,2	-1,4	28
Importância do mercado de capitais	1235	0,5	0,4	0	1
Margem de spread bancário	584	6,2	6,9	-3,3	45,1
Termos de troca	1235	1	0,1	0,7	1,3

Fonte: Elaboração própria

APÊNDICE C - LISTA DE PAÍSES DA AMOSTRA 2

1	Albania	28	El Salvador	54	Panama
2	Algeria	29	Equatorial Guinea	55	Paraguay
3	Angola	30	Eswatini	56	Peru
4	Antigua and Barbuda	31	Fiji	57	Philippines
5	Argentina	32	Gabon	58	Poland
6	Armenia	33	Georgia	59	Qatar
7	Aruba	34	Guatemala	60	Romania
8	Azerbaijan	35	Hungary	61	Russian Federation
9	Bahamas, The	36	India	62	Saudi Arabia
10	Bahrain	37	Indonesia	63	Serbia
11	Barbados	38	Iran, Islamic Rep.	64	Seychelles
12	Belarus	39	Jamaica	65	South Africa
13	Belize	40	Jordan	66	Sri Lanka
14	Bolivia	41	Kazakhstan	67	St. Kitts and Nevis
15	Bosnia and Herzegovina	42	Kuwait	68	Suriname
16	Botswana	43	Lebanon	69	Syrian Arab Republic
17	Brazil	44	Malaysia	70	Thailand
18	Brunei Darussalam	45	Mauritius	71	Trinidad and Tobago
19	Bulgaria	46	Mexico	72	Tunisia
20	Chile	47	Mongolia	73	Turkey
21	China	48	Morocco	74	Turkmenistan
22	Colombia	49	Namibia	75	Ukraine
23	Costa Rica	50	Nigeria	76	United Arab Emirates
24	Croatia	51	North Macedonia	77	Uruguay
25	Dominican Republic	52	Oman	78	Venezuela, RB
26	Ecuador	53	Pakistan	79	Vietnam
27	Egypt, Arab Rep.				

Fonte: Elaboração própria

**APÊNDICE D - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO
MODELO DA EQUAÇÃO 2**

Nome da variável	Nº de observações	Média	Desvio Padrão	Menor valor	Maior valor
Concentração bancária	303	81,5	14,4	34,9	100
Crescimento do PIB	416	1,3	4,2	-24	15,2
Crescimento do estoque de capital	416	3,8	3,1	-3,7	16,8
Importância do mercado de capitais	416	0,1	0,2	0	1
Margem de spread bancário	350	5,8	3,5	-6,4	28,9
Participação dos bancos estrangeiros na posse dos ativos financeiros domésticos	216	49	32,6	0,4	100
Participação dos bancos públicos na posse dos ativos financeiros domésticos	214	14,7	18,4	0	66,8
Termos de troca	416	1,1	0,1	0,7	1,4

Fonte: Elaboração própria

APÊNDICE E - LISTA DOS BANCOS POR PAÍS

	Nome do banco	País		Nome do banco	País
1	Banco Andbank (Brasil) S.A.	Brazil	251	Joint-Stock Company Nizhnevolzhskiy bank	Russia
2	Banco Bradesco S.A.	Brazil	252	Joint-Stock Company Pervouralsk Joint-Stock Commercial Bank	Russia
3	Banco C6 S.A.	Brazil	253	Joint-stock company Petersburg Social Commercial Bank	Russia
4	Banco Citibank S.A.	Brazil	254	Joint-stock company Public bank	Russia
5	Banco de Lage Landen Brasil S.A.	Brazil	255	Joint-Stock Company Royal Credit Bank	Russia
6	Banco do Brasil S.A.	Brazil	256	Joint-stock company RUNA-BANK	Russia
7	Banco John Deere S.A.	Brazil	257	Joint-Stock Company SEVERGAZBANK	Russia
8	Banco Master S.A.	Brazil	258	Joint-Stock Company Solid Bank	Russia
9	Banco Mercantil do Brasil S.A.	Brazil	259	Joint-Stock Company Togliattikhimbank	Russia
10	Banco Sumitomo Mitsui Brasileiro S.A.	Brazil	260	Joint-stock company Velikiye Luki Bank	Russia
11	Caixa Economica Federal	Brazil	261	Joint-Stock Company Vladbiznesbank	Russia
12	Goldman Sachs do Brasil Banco Multiplo S.A.	Brazil	262	Joint-Stock Investment Commercial Bank Yenisei United Bank	Russia
13	Intesa Sanpaolo Brasil S.A. - Banco Multiplo	Brazil	263	Joint-stock Russian Commercial Bank Rosbusinessbank (Public Joint Stock Company)	Russia
14	Itau Unibanco S.A.	Brazil	264	JSB Almazergienbank	Russia
15	Novo Banco Continental S.A. - Banco Multiplo	Brazil	265	JSC Asian-Pacific Bank	Russia
16	Banco Santander (Brasil) S.A.	Brazil	266	JSC BANK CREDIT SUISSE (MOSCOW)	Russia
17	Banco BICE	Chile	267	JSC BANK ORENBURG	Russia
18	Banco Consorcio	Chile	268	JSC NOKSSBANK	Russia
19	Banco de Credito e Inversiones	Chile	269	JSC NS Bank	Russia
20	Banco del Estado de Chile	Chile	270	JSC VTB Capital	Russia
21	Banco Internacional	Chile	271	JSCB Absolut Bank (PJSC)	Russia

22	Banco Security	Chile	272	JSCB Prominvestbank (PJSC)	Russia
23	HSBC Bank (Chile)	Chile	273	Kaluga Gas and Energy Joint-Stock Bank Gazenergobank	Russia
24	Scotiabank Chile S.A.	Chile	274	Kontinental	Russia
25	Agricultural Bank of China Limited	China	275	Korea Exchange Bank RUS LLC	Russia
26	Bank of Montreal (China) Co. Ltd.	China	276	Kredprombank	Russia
27	Bank SinoPac (China) Ltd.	China	277	Krona-Bank, Ltd	Russia
28	China CITIC Bank Corporation Limited	China	278	Kurgan	Russia
29	China Construction Bank Corporation	China	279	Land-Bank	Russia
30	China Everbright Bank Company Limited	China	280	Limited Liability Company AvtoKreditBank	Russia
31	China Guangfa Bank Co., Ltd.	China	281	Limited Liability Company Bank Elita	Russia
32	China Merchants Bank Co., Ltd.	China	282	Limited Liability Company Bank Freedom Finance	Russia
33	China Minsheng Banking Corp., Ltd.	China	283	Limited Liability Company Bank ITURUP	Russia
34	Hua Xia Bank Co., Limited	China	284	Limited Liability Company BANK MAYSKY	Russia
35	Industrial and Commercial Bank of China Limited	China	285	Limited liability company Bank Orange	Russia
36	Industrial Bank Co., Ltd.	China	286	Limited Liability Company Bank Round	Russia
37	Ping An Bank Co., Ltd.	China	287	Limited Liability Company Bank Unjnoj mnogootraslevoy corporation	Russia
38	Postal Savings Bank of China Co., Ltd.	China	288	Limited Liability Company Commercial Bank Druzhba	Russia
39	Shanghai Pudong Development Bank Co., Ltd.	China	289	Limited Liability Company Commercial Bank for Economic Development Bank of Kazan	Russia
40	Axis Bank Limited	India	290	Limited liability company commercial bank Geobank	Russia
41	Canara Bank	India	291	Limited Liability Company Commercial Bank Kaluga	Russia
42	Central Bank of India	India	292	Limited Liability Company Commercial Bank Megapolis	Russia
43	HDFC Bank Limited	India	293	Limited Liability Company Commercial Bank MVS Bank	Russia
44	ICICI Bank Limited	India	294	Limited Liability Company Commercial Bank PLATINA	Russia

45	IDBI Bank Limited	India	295	Limited Liability Company	Russia
				Commercial Bank Rostfinance	
46	Indian Bank	India	296	Limited Liability Company	Russia
				Commercial Bank SINCO-BANK	
47	Indian Overseas Bank	India	297	Limited Liability Company	Russia
				Commercial Bank Taydon	
48	IndusInd Bank Limited	India	298	Limited Liability Company	Russia
				Commercial Bank VRB	
49	Kotak Mahindra Bank Limited	India	299	Limited Liability Company	Russia
				Commercial Development Bank for Special Construction SPETSSTROYBANK	
50	Punjab National Bank	India	300	Limited Liability Company	Russia
				Corporate Finance Bank	
51	ABC Capital, S.A., Institucion de Banca Multiple	Mexico	301	Limited Liability Company	Russia
				Ikano Bank	
52	Banca Mifel, S.A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Mifel	Mexico	302	Limited Liability Company	Russia
				Commercial Bank Kama	
53	Banco Actinver, S. A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Actinver	Mexico	303	Limited Liability Company	Russia
				Commercial Bank Ketovsky	
54	Banco Bancrea, S.A., Institucion de Banca Multiple	Mexico	304	Limited Liability Company	Russia
				Kostromaselcombank	
55	Banco BASE, S. A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero BASE	Mexico	305	Limited Liability Company	Russia
				Moscow Investment Bank Dalena	
56	Banco del Bajio, S.A.	Mexico	306	Limited Liability Company	Russia
				Municipal Commercial Bank of Sergey Zhivago	
57	Banco Inbursa, S.A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Inbursa	Mexico	307	Limited Liability Company	Russia
				Primorsky Territorial Commercial Bank	
58	Banco Invex, S.A., Institucion de Banca Multiple, Invex Grupo Financiero	Mexico	308	Limited Liability Company	Russia
				Starooskolsky Commercial Agroprombank	
59	Banco KEB Hana Mexico Sociedad Anonima, Institucion de Banca Multiple Filial	Mexico	309	Limited Liability Company	Russia
				Zemelnyy Commercheskiy Bank	
60	Banco Mercantil del Norte, S.A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Banorte	Mexico	310	Limited Liability Company	Russia
				Zemsky Bank	
61	Banco Monex, S.A., Institucion de Banca Multiple, Monex Grupo Financiero	Mexico	311	LLC CB Neklís-Bank	Russia
62	Banco Multiva, S. A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Multiva	Mexico	312	LOCKO-Bank JSC	Russia
63	Banco Nacional de Mexico, S. A.	Mexico	313	MARITIME BANK (Joint-Stock Company)	Russia

64	Banco Regional, S.A., Institucion de Banca Multiple, Banregio Grupo Financiero	Mexico	314	Mercedes Benz Bank Rus LLC	Russia
65	Banco Santander Mexico, S. A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Santander Mexico	Mexico	315	Metcombank	Russia
66	Banco Ve por Mas, S.A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Ve por Mas	Mexico	316	Morskoy Torgovo-Promyshlenny Bank (Marine Trade & Industry Bank)	Russia
67	Bansi, S.A., Institucion de Banca Multiple	Mexico	317	Nash Dom	Russia
68	BBVA Mexico S.A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero BBVA Mexico	Mexico	318	National Savings Bank	Russia
69	HSBC Mexico, S. A., Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero HSBC	Mexico	319	National Settlement Depository	Russia
70	InterCam Banco, S. A., Institucion de Banca Multiple, InterCam Grupo Financiero	Mexico	320	NBD Bank	Russia
71	Scotiabank Inverlat, S.A. Institucion de Banca Multiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat	Mexico	321	New Moscow Bank (Limited Liability Company)	Russia
72	Agrarian Trade Union Joint-Stock Commercial Bank APABANK (Closed Joint-Stock Company)	Russia	322	NK Bank (Joint Stock Company)	Russia
73	Agricultural Bank of China (Moscow) Limited	Russia	323	Non-bank credit organization Cash settlement center Far East Joint-stock company	Russia
74	AK BARS Bank	Russia	324	Nonbanking Credit Organization Interbank Credit Union (Limited Liability Company)	Russia
75	Aljba Alliance CB Ltd.	Russia	325	Non-Banking Credit Organization Moscow Clearing Centre Joint Stock Company	Russia
76	Alternative	Russia	326	Novokuknetsk Commercial Innovative Bank (Limited Liability Company)	Russia
77	Altynbank LLC	Russia	327	Novosibirsk Social Commercial Bank Levoberezhny, PJSC	Russia
78	AO Citibank	Russia	328	Obyedinenny Kapital	Russia
79	AO Mizuho Bank (Moscow)	Russia	329	OJSC Bank CHBDR	Russia
80	AO MUFG Bank (Eurasia)	Russia	330	OJSC FUNDSERVICEBANK	Russia
81	AO Raiffeisenbank	Russia	331	OOO Goldman Sachs Bank	Russia
82	AO Toyota Bank	Russia	332	OOO UBS Bank	Russia
83	AO UniCredit Bank	Russia	333	Orenburg Mortgage Commercial Bank RUS (Limited Liability Company)	Russia

84	AO Woori Bank	Russia	334	OZON Bank LLC	Russia
85	Avangard Joint Stock Bank	Russia	335	Perviy Dortransbank	Russia
86	Avtotorgbank Limited Company	Russia	336	Petrozavodsk Municipal Commercial Bank of the Onego Public Joint Stock Company	Russia
87	Bank Center for International Settlements (LLC)	Russia	337	PJSC Baltiyskiy Bank	Russia
88	BANK EXPRESS-VOLGA	Russia	338	PJSC Bank Torzhok	Russia
89	Bank For Electric Power Industry, Public Limited Company (Energomashbank)	Russia	339	PJSC Bank Uralsib	Russia
90	Bank ICBC (joint stock company)	Russia	340	PJSC Bank Zenit	Russia
91	Bank Joint Stock Company Moscow Mortgage Agency	Russia	341	PJSC BystroBank	Russia
92	Bank Kuznetsky most Joint Stock Company	Russia	342	PJSC Chelindbank	Russia
93	BANK NALCHIK (Limited Liability Company) / Bank Nalchik LLC	Russia	343	PJSC JSCB Primorye	Russia
94	BANK NEIVA Limited Liability Company	Russia	344	PJSC JSCB Svyaz-Bank	Russia
95	Bank of China (Russia)	Russia	345	PJSC NIKO-Bank	Russia
96	Bank Prohladny (Limited Liability Company)	Russia	346	PJSC Post Bank	Russia
97	Bank RESO Credit (Joint-Stock Company)	Russia	347	PJSC Rosbank	Russia
98	Bank ROSSIYA	Russia	348	PJSC Sovcombank	Russia
99	Bank RSI	Russia	349	Platezhny Tsentr	Russia
100	Bank Saint Petersburg PJSC	Russia	350	Plus Bank OAO	Russia
101	Bank Soyuz (Joint-Stock Company)	Russia	351	Primsotsbank	Russia
102	Bank Venets	Russia	352	Prio-Vneshtorgbank	Russia
103	Bank Zarechye (Joint Stock Company)	Russia	353	ProCommerce Bank	Russia
104	Bank ZENIT Sochi (joint stock company)	Russia	354	Promselhozbank Ltd	Russia
105	Bankhaus Erbe AG	Russia	355	Promsvyazbank Public Joint-Stock Company	Russia
106	BM-Bank	Russia	356	PromTransBank (Limited Liability Company)	Russia

107	Bmw Bank	Russia	357	Public Joint Stock Company Aktzionerny urban bank Taganrogbank	Russia
108	BNP Paribas Bank Joint stock company	Russia	358	Public Joint Stock Company Bank ALEXANDROVSKY	Russia
109	Bratsky Narodny Bank JSC	Russia	359	Public Joint Stock Company Bank for Social Development and Construction Lipetskombank	Russia
110	CB Dolinsk	Russia	360	Public Joint Stock Company Best Efforts Bank	Russia
111	CB Moskommertsbank	Russia	361	Public Joint Stock Company Commercial Bank of Moscow	Russia
112	Central Asian Commercial Bank (Limited Liability Company)	Russia	362	Public Joint Stock Company Commercial Bank Russian Regional Bank	Russia
113	Closed Joint-Stock Company Bank Vologzhanin	Russia	363	Public Joint Stock Company Commercial Bank Vyatich	Russia
114	Commercial Bank AGORA (Limited Liability Company)	Russia	364	Public Joint Stock Company Eurasian Bank	Russia
115	Commercial Bank AKROPOL	Russia	365	Public Joint Stock Company Interregional Industrial and Construction Bank	Russia
116	Commercial Bank Altaikapitalbank Limited	Russia	366	Public Joint Stock Company Investment-Commercial Industrial- Construction Bank Stavropolye	Russia
117	Commercial Bank ARESBANK Limited Liability Company	Russia	367	Public Joint Stock Company KVANT MOBILE BANK	Russia
118	Commercial Bank Baikalcadobank (public joint-stock company)	Russia	368	Public Joint Stock Company Moscow Exchange MICEX-RTS	Russia
119	Commercial Bank Crocus-Bank (Limited Liability Company)	Russia	369	Public joint stock company Moskovsky Oblastnoy Bank	Russia
120	Commercial Bank Energotransbank joint-stock company	Russia	370	Public Joint Stock Company Nevsky People's Bank	Russia
121	Commercial Bank Finance Business Bank Limited Liability Company	Russia	371	Public Joint Stock Company Novgorod Universal Commercial Bank Novobank	Russia
122	Commercial Bank Garant-Invest Joint Stock Company	Russia	372	Public Joint Stock Company Saint Petersburg Industrial Joint Stock Bank	Russia
123	Commercial Bank Gaztransbank Limited Liability Company	Russia	373	Public Joint Stock Company Sarovbusinessbank	Russia
124	commercial bank Hlynov (joint-stock company)	Russia	374	Public Joint Stock Company The Ural Bank for Reconstruction and Development	Russia
125	Commercial Bank Interbank Association ORGBANK Limited Liability Company	Russia	375	Public Joint Stock Company VitaBank	Russia
126	Commercial Bank KHAKAS MUNICIPAL BANK (Limited Liability Company)	Russia	376	Public Joint Stock Company West Siberian Commercial Bank	Russia
127	Commercial Bank KOLTSO URALA Limited Liability Company	Russia	377	Public Joint-Stock Commercial Bank DERZHAVA	Russia

128	Commercial Bank Kremliovsky (Limited Liability Company)	Russia	378	Public Joint-Stock Company Bank Kuznetsky	Russia
129	Commercial Bank Kuban Credit Limited Liability Company	Russia	379	Public Joint-Stock Company Bank Otkritie Financial Corporation	Russia
130	Commercial Bank Maxima (Limited Liability Company)	Russia	380	Public Joint-Stock Company Commercial Bank Khimik	Russia
131	Commercial Bank Metallurg LTD	Russia	381	Public Joint-Stock Company Commercial Bank Summit Bank	Russia
132	Commercial Bank Modern Standards of Business Limited Liability Company	Russia	382	Public Joint-Stock company commercial Center-invest Bank	Russia
133	Commercial Bank RBA (Limited Liability Company)	Russia	383	Public Joint-Stock Company Donskoi Commercial Bank	Russia
134	Commercial Bank Republican Credit Alliance (Limited Liability Company)	Russia	384	Public Joint-Stock Company Kursk Industrial Bank	Russia
135	Commercial Bank Saratov Limited Liability Company	Russia	385	Public Joint-Stock Company METKOMBANK	Russia
136	Commercial Bank Selmashbank (public joint-stock company)	Russia	386	Public Joint-Stock Company Moscow Industrial Bank	Russia
137	Commercial Bank Slavic Credit Ltd.	Russia	387	Public Joint-Stock Company MTS Bank	Russia
138	Commercial Bank Sputnik	Russia	388	Public Joint-Stock Company Norvik Bank	Russia
139	COMMERCIAL BANK STROYLESBANK Limited Liability Company	Russia	389	Public Joint-Stock Company Rosgosstrakh Bank	Russia
140	Commercial Bank SYSTEM (Limited Liability Company)	Russia	390	Public Joint-Stock Company Tomskpromstroibank	Russia
141	Commercial Bank United Bank of the Republic (Limited Liability Company)	Russia	391	Public Joint-Stock Company Vozrozhdenie Bank	Russia
142	Commercial Fuel and Energy Interregional Bank For Reconstruction And Development (joint-stock co)	Russia	392	QIWI Bank (joint-stock company)	Russia
143	Commercial Indo Bank LLC	Russia	393	Regional Commercial Siberian Social Bank Limited Liability Company	Russia
144	Credit Agricole CIB AO	Russia	394	RFI Bank	Russia
145	Credit Bank of Moscow	Russia	395	Rossiysky Capital Bank (The)	Russia
146	Credit Ural Bank (Joint Stock Company)	Russia	396	Russian Joint-Stock Commercial Roads Bank	Russia
147	Dalnevostochny Bank	Russia	397	Russian Universal Bank	Russia
148	Deutsche Bank OOO	Russia	398	Saint-Petersburg Joint-Stock Commercial Bank Tavrishesky (Open Joint-Stock Company)	Russia
149	Eatp Bank	Russia	399	Savings and Loans Services Bank LLC	Russia

150	Ekaterinburg National City Bank	Russia	400	Sberbank of Russia	Russia
151	Energobank	Russia	401	SBI Bank Limited Liability Company	Russia
152	Expobank JSC	Russia	402	SDM-Bank PJSC	Russia
153	Export-Import Bank (Joint-Stock Company)	Russia	403	Sergiev Posad Clearing house	Russia
154	Financial Institution Payments and Settlements	Russia	404	Service-Reserve (joint-stock company)	Russia
155	Globus Bank (Joint Stock Company)	Russia	405	Settlement non-bank credit organization WEST	Russia
156	Grinkombank	Russia	406	Settlement Non-Banking Credit Organisation Joint Stock Company Narat	Russia
157	Inbank, Ltd	Russia	407	Severnii Construction Bank Joint-Stock Company	Russia
158	INKAKHRAN (Joint stock company)	Russia	408	SKB-Bank	Russia
159	International Commercial Bank public joint stock company	Russia	409	Spiritbank	Russia
160	International Commercial Investment Bank ROSSITA-BANK Limited Liability Company	Russia	410	State Specialized Russian Export-Import Bank (joint-stock company)	Russia
161	Intersectoral Commercial Bank Don-Textbank Limited Liability Company	Russia	411	Sumitomo Mitsui Bank RUS	Russia
162	Investment Commercial Development Bank Yarinterbank (Society with Limited Liability)	Russia	412	Tender-Bank	Russia
163	J & T Bank (AO)	Russia	413	Texbank	Russia
164	J.P. Morgan Bank International (Limited Liability Company)	Russia	414	The Bank IBA-MOSCOW Limited Liability Company.	Russia
165	Join Stock Company Commercial Bank Sinergia	Russia	415	TRANSKAPITALBANK	Russia
166	Joint Stock Bank Devon-Credit Public Joint Stock Company	Russia	416	Transstroibank Joint Stock Commercial Bank	Russia
167	Joint Stock Bank Interprogressbank	Russia	417	Unistream Commercial Bank (JSC)	Russia
168	Joint Stock Bank Sobinbank	Russia	418	Universal Stock Bank Ltd	Russia
169	Joint Stock Commercial Bank Chuvashcreditprombank	Russia	419	Ural Industrial Bank (joint-stock company)	Russia
170	Joint Stock Commercial Bank Forshtadt (Joint Stock Company)	Russia	420	Vakobank	Russia
171	Joint Stock Commercial Bank Interprombank	Russia	421	Viking Bank	Russia
172	Joint Stock Commercial Bank Municipal Kamchatprofitbank Joint Stock Company	Russia	422	VNESHFINBANK Limited Company	Russia

173	Joint Stock Commercial Bank National Bank of Mutual Credit	Russia	423	Volga-Caspian Joint-Stock Bank (joint-stock company)	Russia
174	Joint stock commercial bank Noosphere (joint-stock company)	Russia	424	Volkswagen Bank RUS (LLC)	Russia
175	Joint Stock Commercial Bank PERESVET (Public joint stock company)	Russia	425	VTB Bank (Public Joint-Stock Company)	Russia
176	Joint Stock Commercial Bank SLAVIA	Russia	426	Vzaimodeystvie	Russia
177	Joint Stock Commercial Innovation Bank of Telecommunications and informatics Pochtobank	Russia	427	Western Union DP Vostok	Russia
178	Joint Stock Commercial Mortgage Bank AKIBANK (Public Joint Stock Company)	Russia	428	Yoshkar-Ola	Russia
179	Joint Stock Company Alfa-Bank	Russia	429	Ziraat Bank (Moscow) CJSC	Russia
180	Joint Stock Company Auto Finance Bank	Russia	430	Absa Bank Limited	South Africa
181	Joint Stock Company Avtogradbank	Russia	431	Absa Group Limited	South Africa
182	Joint Stock Company Balakovo-Bank	Russia	432	FirstRand Bank Limited	South Africa
183	Joint Stock Company Bank Agroros	Russia	433	Investec Bank Limited	South Africa
184	Joint Stock Company Bank Bereit	Russia	434	Investec Limited	South Africa
185	Joint Stock Company Bank National Standard	Russia	435	Nedbank Group Limited	South Africa
186	Joint Stock Company Bank Perm	Russia	436	Nedbank Limited	South Africa
187	Joint Stock company Commercial Bank Agropromcredit	Russia	437	American Savings Bank, FSB	USA
188	Joint Stock Company Commercial Bank Pribye	Russia	438	Banc of California	USA
189	Joint Stock Company Commercial Bank Rusnarbonk	Russia	439	Bank of America California, National Association	USA
190	Joint Stock Company Commercial Bank Solidarity	Russia	440	Bank of America Corporation	USA
191	Joint Stock Company Conservative Commercial Bank	Russia	441	Barrington Bank & Trust Company, N.A.	USA

192	Joint stock company Crosna-Bank	Russia	442	Beverly Bank & Trust Company, N.A.	USA
193	Joint Stock Company Databank / JSC Databank	Russia	443	BMO Bank N.A.	USA
194	Joint Stock Company Expert Bank	Russia	444	BofA Securities, Inc.	USA
195	Joint Stock Company FINAM Investment Bank	Russia	445	BOK Financial Corporation	USA
196	Joint Stock Company GUTA-BANK	Russia	446	BOKF, National Association	USA
197	Joint Stock Company ISBANK	Russia	447	Capital One Financial Corporation	USA
198	Joint Stock Company IT Bank	Russia	448	Capital One, National Association	USA
199	Joint Stock Company Joint-Stock Investment Bank Of Moscow International Business Center Moscow-City	Russia	449	Cathay Bank	USA
200	Joint Stock Company Kuban Trade Bank	Russia	450	Cathay General Bancorp	USA
201	Joint Stock Company Natixis Bank	Russia	451	Central Pacific Bank	USA
202	Joint Stock Company of Joint Stock Commercial Bank International Financial Club	Russia	452	Central Pacific Financial Corp	USA
203	Joint Stock Company Peoples Bank of Tuva	Russia	453	Charles Schwab Bank, SSB	USA
204	Joint Stock Company People's Trust Bank	Russia	454	CIBC Bank USA	USA
205	Joint Stock Company Petersburg City Bank	Russia	455	Citibank, N.A.	USA
206	Joint Stock Company Russian Agricultural Bank	Russia	456	Citigroup Inc.	USA
207	Joint Stock Company Russian Bank for Small and Medium Enterprises Support	Russia	457	Citizens Bank, N.A.	USA
208	Joint Stock Company Sauber Bank	Russia	458	Citizens Business Bank	USA
209	Joint Stock Company Sevastopol Sea Bank	Russia	459	Citizens Financial Group, Inc.	USA
210	Joint Stock Company Surgutneftegasbank	Russia	460	City National Bank	USA
211	Joint Stock Company United Reserve Bank	Russia	461	Comerica Bank	USA
212	Joint Stock Company Uri Bank	Russia	462	Comerica Incorporated	USA
213	Joint Stock Company Volga-Oka commercial bank	Russia	463	Community Bank System, Inc.	USA
214	Joint Stock Company VUZ-Bank	Russia	464	Community Bank, National Association	USA

215	Joint Stock Oil-Industrial Investment Commercial Bank	Russia	465	Crystal Lake Bank & Trust Company, N.A.	USA
216	JOINT-STOCK BANK ASPECT Joint-Stock Company	Russia	466	CVB Financial Corp.	USA
217	Joint-Stock Bank Kuznetskbusinessbank	Russia	467	Deutsche Bank Trust Company Americas	USA
218	Joint-Stock Bank Snezhinskiy	Russia	468	East West Bancorp, Inc.	USA
219	Joint-Stock Commercial Bank Aktiv Bank	Russia	469	East West Bank	USA
220	Joint-Stock Commercial Bank Classic Economy Bank (Closed Joint Stock Company)	Russia	470	EverBank, National Association	USA
221	Joint-Stock Commercial Bank COSMOS	Russia	471	Fifth Third Bancorp	USA
222	Joint-Stock Commercial Bank Forbank	Russia	472	Fifth Third Bank, National Association	USA
223	Joint-Stock Commercial Bank Gazneftbank	Russia	473	First BanCorp	USA
224	Joint-Stock Commercial Bank IRS (Joint-Stock Company)	Russia	474	First Horizon Bank	USA
225	Joint-Stock Commercial Bank Kranbank (Closed Joint-Stock Company)	Russia	475	First Horizon Corporation	USA
226	joint-stock commercial bank Kuzbasskhimbank (public joint-stock company)	Russia	476	First National Bank of Omaha	USA
227	Joint-Stock Commercial Bank Modulebank	Russia	477	First National of Nebraska, Inc.	USA
228	Joint-stock Commercial Bank Moskow Neftechemical Bank	Russia	478	Hilltop Holdings, Inc.	USA
229	Joint-Stock Commercial Bank Sokolovsky	Russia	479	HSBC Bank USA, National Association	USA
230	JOINT-STOCK COMMERCIAL CREDIT INSURANCE BANK KS BANK	Russia	480	HSBC USA, Inc.	USA
231	Joint-Stock Company Bank Accept	Russia	481	Huntington Bancshares Incorporated	USA
232	Joint-stock company BANK KHOLMSK	Russia	482	Independent Bank Corp	USA
233	Joint-Stock Company Bank Realist	Russia	483	JPMorgan Chase & Co.	USA
234	Joint-Stock Company Bank Tambovkreditprombank	Russia	484	JPMorgan Chase Bank, Dearborn	USA
235	Joint-Stock Company Coalmetbank	Russia	485	JPMorgan Chase Bank, N.A.	USA
236	Joint-Stock Company Commercial Bank Agroprombank	Russia	486	KeyBank National Association	USA
237	Joint-Stock Company Commercial Bank Arzamas	Russia	487	KeyCorp	USA

238	Joint-Stock Company Bank Assotsiatsiya	Commercial	Russia	488	Lake Forest Bank & Trust Company, N.A.	USA
239	Joint-Stock Company Bank Slavyanbank	Commercial	Russia	489	Libertyville Bank & Trust Company, N.A.	USA
240	Joint-Stock Company Investment Bank EVROALYANS	Commercial	Russia	490	M&T Bank Corporation	USA
241	Joint-Stock Company ISBANK		Russia	491	Manufacturers and Traders Trust Company	USA
242	Joint-stock company commercial bank ALEF-BANK	Joint-stock	Russia	492	MUFG Union Bank, National Association	USA
243	Joint-stock company Social-Innovation Bank	Kemerovo	Russia	493	Northbrook Bank & Trust Company, N.A.	USA
244	Joint-stock company Koshelev-Bank		Russia	494	Old Plank Trail Community Bank, N.A.	USA
245	Joint-Stock MAYKOPBANK	Company	Russia	495	PacWest Bancorp	USA
246	Joint-stock company MC Bank Rus		Russia	496	PNC Bank, National Association	USA
247	Joint-Stock company MTI Bank		Russia	497	Popular Bank	USA
248	Joint-stock company commercial bank DOM-BANK	Municipal	Russia	498	Regions Bank	USA
249	Joint-stock company Social Commercial Bank	Murmansk	Russia	499	Regions Financial Corporation	USA
250	Joint-Stock Nizhnevartovsk City Bank Ermak	Company	Russia	500	Rockland Trust Co.	USA
				501	Santander Bank N.A.	USA
				502	Santander Holdings USA, Inc.	USA
				503	Schaumburg Bank & Trust Company, N.A.	USA

APÊNDICE F - LISTA DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS DO SETOR DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO

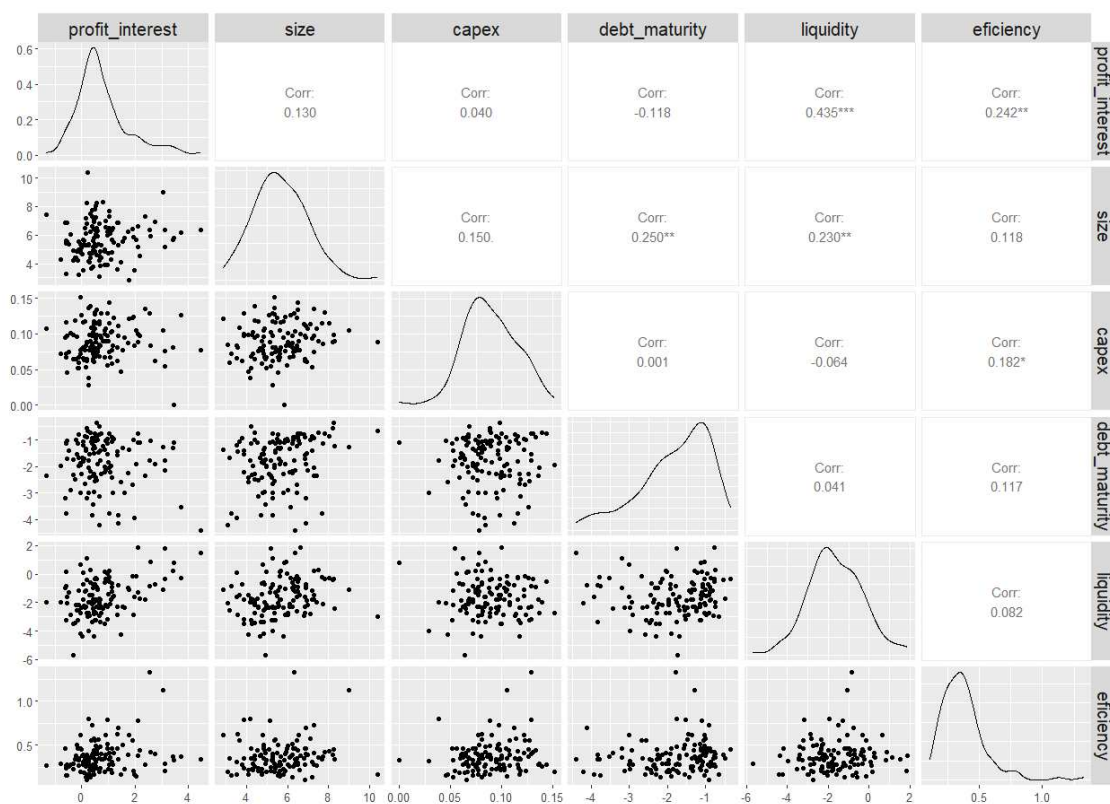
1	A Cvlb Brasil S.A	127	Inepar S/A Industria E Construcoes
2	Acos Villares Sa	128	Intelbras S.A.
3	Acucar Guarani S.A.	129	lochpe Maxion S.A.
4	Aeris Industria E Comercio De Equipamentos Para Geracao De Energia S.A.	130	Irani Papel E Embalagem S.A.
5	Alpargatas S.A	131	Itautec S.A. - Grupo Itautec
6	Altus Sistemas De Automacao S.A.	132	Jalles Machado Sa
7	Amadeo Rossi Sa Metalurgica E Municoes	133	Jbs S.A.
8	Ambev S.A.	134	Josapar Joaquim Oliveira S.A. Participacoes
9	Aracruz Celulose Sa	135	Karsten S.A.
10	Arcelor Brasil Sa	136	Kepler Weber Sa
11	Arcelormittal Inox Brasil S.A.	137	Klabin S.A.
12	Arezzo Industria E Comercio S.A.	138	Kuala Sa
13	Arthur Lange S.A. Industria E Comercio	139	Libra Terminal Rio S.A.
14	Autel S/A Telecomunicacoes	140	Lifemed Industrial De Equipamentos E Artigos Medicos E Hospitalares S.A
15	Autometal S.A.	141	Ligas De Alumínio S.A. Liasa
16	Bacraft Sa Industria De Papel	142	Livetech Da Bahia Industria E Comercio S.A.
17	Battistella Administracao E Participacao S.A.	143	Lupatech S.A.
18	Baumer S.A.	144	M&G Poliester S.A.
19	Bematech Sa	145	M. Dias Branco S.A. Industria E Comercio De Alimentos
20	Biobras S.A	146	Madef S.A. Industria E Comecio
21	Biosev S.A.	147	Magnesita Refratarios S.A.
22	Blau Farmaceutica S.A.	148	Magnesita Sa
23	Bombril S.A.	149	Mahle Cofap Aneis S.A.
24	Brasil & Movimento S.A.	150	Mahle Metal Leve S.A.
25	Brasil Alimentos S.A.	151	Mangels Industrial S/A
26	Brasilit Sa	152	Manufatura De Brinquedos Estrela S.A.
27	Braskem S.A.	153	Marambaia Energia Renovavel S.A.
28	Brasmotor Sa	154	Marcopolo S.A.
29	Brf S.A.	155	Marisol S/A Industria De Vestuario
30	Buddemeyer S/A	156	Marlim Participacoes S.A
31	Buettner Sa Industria E Comercio	157	Mcm Cimentos S.A.
32	Bunge Alimentos Sa	158	Melpaper S.A.
33	Bunge Brasil Sa	159	Metalfrio Solutions S.A.
34	Bunge Fertilizantes S.A.	160	Metalgrafica Iguacu S.A.
35	Cafe Soluvel Brasilia Sa	161	Metalurgica Duque S.A.
36	Cambuci S.A.	162	Metalurgica Gerdau S.A.
37	Camil Alimentos S.A.	163	Metalurgica Riosulense S.A.
38	Caraiba Metais Sa E Suas Controladas	164	Metisa Metalurgica Timboense S.A.
39	Carbomil Sa	165	Minupar Participacoes S.A.

40	Cargill Fertilizantes Sa	166	Monteiro Aranha S.A.
41	Celm Cia Equip. De Laboratorios Modernos	167	Multilaser Industrial Sa
42	Ceramica Chiarelli S.A.	168	Mundial S.A. Produtos De Consumo
43	Cia Hering	169	Nadir Figueiredo Industria E Comercio S.A.
44	Ciquine Cia Inds Quims Do Ne	170	Natura & Co Holding S.A.
45	Circulo S.A.	171	Natura Cosméticos S.A.
46	Clarion S.A. Agroindustrial	172	Nesber Companhia Industrial
47	Cobrasma S.A.	173	Nitrocarbono S.A.
48	Companhia Brasileira De Aluminio	174	Nortec Quimica S.A
49	Companhia Brasileira De Cartuchos - Cbc	175	Novamarlim Participacoes S.A.
50	Companhia Brasileira De Petroleo Ipiranga	176	Novamarlim Petroleo S.A.
51	Companhia Cacique De Cafe Soluvel	177	Nutriplant Industria E Comercio S.A.
52	Companhia Cervejaria Brahma	178	Ouro Fino Saude Animal Participacoes S.A.
53	Companhia Cimento Portland Itau	179	Oxiten S.A. Industria E Comercio
54	Companhia De Bebidas Das Americas-Ambev	180	Panatlantica S.A.
55	Companhia De Fiacao E Tecidos Cedro E Cachoeira	181	Parmalat Brasil S.A. Ind De Alimentos
56	Companhia De Tecidos Norte De Minas - Coteminas	182	Pbg S.A.
57	Companhia Fabricadora De Pecas	183	Peixe Sa
58	Companhia Fabril Mascarenhas	184	Petrobras Quimicas S.A. Petroquisa
59	Companhia Fluminense De Refrigerantes	185	Petroflex Industria E Comercio S.A.
60	Companhia Iguacu De Cafe Soluvel	186	Petroquimica Uniao S.A.
61	Companhia Industrial Cataguases	187	Pettenati S.A. Industria Textil S.A.
62	Companhia Industrial Schlosser S.A.	188	Plascar Participacoes Industriais S.A.
63	Companhia Leco De Productos Alimenticios	189	Polialden Petroquimica S.A.
64	Companhia Maranhense Refrigerantes	190	Polipropileno Sa
65	Companhia Paraibuna De Metais	191	Politeno Industrias Y Comercio S.A.
66	Companhia Petroquimica Do Sul - Copesul	192	Positivo Tecnologia S.A.
67	Companhia Providencia Industria Comercio	193	Pratica Participacoes S.A.
68	Companhia Siderurgica De Tubarao	194	Pratica Produtos S.A.
69	Companhia Siderurgica Nacional S.A.	195	Pro Metalurgia Sa
70	Companhia Siderurgica Paulista - Cosipa	196	Pronor Petroquimica S.A.
71	Companhia Suzano De Papel E Celulose	197	Qgn Participacoes S.A.
72	Companhia Tecidos Santanense	198	Quattor Petroquimica S.A.
73	Companhia Textil Do Nordeste - Ctn	199	Randon S.A. Implementos E Participacoes
74	Companhia Textil Ferreira Guimaraes	200	Recrusul S.A.
75	Confab Industrial S.A.	201	Refinaria De Petroleo Ipiranga S.A.
76	Conservas Oderich S.A.	202	Refinaria De Petroleos De Manguinhos S.A.
77	Costa Pinto S.A.	203	Renner Herrmann S.A.
78	Cremer S.A.	204	Rexam Beverage Can South America S.A.
79	D.F.Vasconcellos S.A Vasconcellos Optica E Mecanica De Alta Precisao	205	Rimet Empreendimentos Industriais E Comerciais S.A.
80	Dexco S.A.	206	Ripasa S/A Celulose E Papel
81	Dexxos Participacoes S.A.	207	Sa Fabrica Produtos Alimenticios Vigor

82	Dhb Industria E Comercio S.A	208	Sa White Martins
83	Digitel Sa Industria Eletronica	209	Sadia S.A.
84	Dimed S/A Distribuidora De Medicamentos	210	Sam Industrias S.A.
85	Distribuidora De Produtos De Petroleo Ipiranga S.A.	211	Sano S.A. Industria E Comercio
86	Dixie Toga S/A	212	Sansuy S.A.
87	Dohler S.A.	213	Santher - Fabrica De Papel Santa Therezinha S.A.
88	Douat Cia Textil	214	Santista Textil S.A.
89	Duratex Sa (Old)	215	Sao Martinho S.A.
90	Edn-Estireno Do Nordeste Sa	216	Schulz S.A.
91	Electro Aco Altona S.A.	217	Seara Alimentos S.A.
92	Elekeiroz S.A.	218	Semp Toshiba S/A
93	Eleva Alimentos Sa	219	Sibra Eletrosiderurgica Brasileira S/A
94	Elevadores Atlas Schindler Sa	220	Siderurgica J. L. Aliperti S.A.
95	Eluma S/A Industria E Comercio	221	Souza Cruz Sa
96	Embraer S.A.	222	Springer S.A.
97	Empresa Brasileira De Aeronautica Sa (Old)	223	Springs Global Participacoes S.A.
98	Empresa Brasileira De Compressores S.A. (Embraco)	224	Stara S.A. Industria De Implementos Agricolas
99	Empresa Nacional De Comercio Redito E Participacoes S.A.	225	Suzano Holding S.A.
100	Ericsson Telecomunicacoes Sa	226	Suzano S.A.
101	Eternit S.A.	227	Taurus Armas S.A.
102	Eucatex S.A.	228	Tecblu - Tecelagem Blumenau S.A.
103	Excelsior Alimentos S.A.	229	Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.
104	Fabrica Tecidos Carlos Renaux S/A	230	Tekno S.A. Industria E Comercio
105	Fae - Ferragens Aparelhos Eletricos S.A.	231	Tereos Internacional S.A
106	Ferragens Demellot S.A.	232	Textil Renauxview S.A.
107	Fertibras S.A.	233	Tim Nordeste Telecomunicacoes S.A.
108	Fertilizantes Heringer S.A.	234	Tres Tentos Agroindustrial S.A.
109	Fiacao Tecelagem Sao Jose Sa	235	Trikem Sa
110	Fibam Companhia Industrial	236	Tronox Pigmentos Do Brasil S.A.
111	Fibria Celulose S.A.	237	Tupy S.A.
112	Fras-Le S.A.	238	Unicasa Industria De Moveis S.A.
113	Gazola S.A. Industria Metalurgica	239	Unipar Carbocloro S.A.
114	Geral De Concreto S.A.	240	Usinas Siderurgicas De Minas Gerais S.A.
115	Gerdau S.A.	241	Vale Fertilizantes S.A.
116	Grendene S.A.	242	Vallourec & Mannesmann Tubes - V&M Do Brasil S.A.
117	Guararapes Confeccoos S.A.	243	Vicunha Textil S.A.
118	Haga S.A. Industria E Comercio	244	Vigor Alimentos Sa
119	Hercules S.A. Fabrica De Talheres	245	Vittia S.A.
120	Humberg Agribrasil Comercio E Exportacao De Graos S.A.	246	Vivara Participacoes S.A.
121	Hypera S.A.	247	Vulcabras Sa

122	Igb Eletronica S.A.	248	Weg S.A.
123	Ikpc-Industrias Klabin De Papel E Celulose Sa	249	Wembley Sociedade Anonima
124	Industria Verolme S.A. - Ivesa	250	Wetzel S.A.
125	Industrias Arteb S/A	251	Whirlpool S.A.
126	Industrias Micheletto S/A	252	Wiest S.A.
		253	Yara Brasil Fertilizantes Sa
		254	Zivi Sa Cutelaria

APÊNDICE G - DISPERSÃO E CORRELOGRAMA DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO



Distribuição das variáveis