

PODER DOS BANCOS: A DISTRIBUIÇÃO ENTRE LUCRO E JUROS NA ECONOMIA BRASILEIRA

Diogo Oliveira Santos

Departamento de Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR), Universidade Federal de Minas Gerais, Brasil
diogo-santos@cedeplar.ufmg.br

Gustavo Britto

Departamento de Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR), Universidade Federal de Minas Gerais, Brasil
gustavo@cedeplar.ufmg.br

Anderson Tadeu Marques Cavalcante

Departamento de Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR), Universidade Federal de Minas Gerais, Brasil
atmc.economia@gmail.com

Resumo

Partido do referencial marxista e keynesiano e das especificidades da economia brasileira, este trabalho investiga a relação conflitiva entre setor financeiro e produtivo no mercado de crédito por meio da distribuição entre lucros e juros. São utilizados dados de demonstrações financeiras de empresas de capital aberto e fechado da Orbis Database entre 2010 e 2022. Argumenta-se que a razão lucro/juros permite captar a assimetria de poder estrutural entre os dois setores, que a política monetária afeta a razão lucro/juros com maior intensidade na indústria de transformação e que os mecanismos de mercado são insuficientes para garantir um mercado de crédito em sintonia com as necessidades de financiamento do desenvolvimento.

Palavras-chave: financiamento do desenvolvimento; spread bancário; razão lucro/juros; indústria de transformação; economia brasileira

Área temática: Economia

Informações sobre financiamento: Este trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), processo Capes-PRINT n. 88887.837690/2023-00.

1. Introdução

Ao longo da história do capitalismo no Brasil uma característica marcante foi se consolidando: um mercado de crédito privado pouco funcional ao desenvolvimento econômico. Maria da 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%¹. Também em termos de custo, o mercado de crédito é pouco favorável às empresas não financeiras, como demonstram os estudos sobre spread bancário no Brasil e seus determinantes (OREIRO *et al*, 2006; MANHIÇA e JORGE, 2012; CAVALCANTI *et al*, 2021). Além disso, como será mostrado nesse trabalho, ao se comparar a margem líquida de juros dos bancos comerciais e universais entre os países, 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 disfuncionalidade do mercado de crédito para o financiamento do investimento. Segundo os dados do Banco Central do Brasil², o montante das concessões de crédito com 5 anos ou mais de maturidade realizadas pelos bancos privados oscilaram entre os baixos percentuais de 0,5% e 0,7% do 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 de 1,1% a 2,0% do PIB, de crédito com essa maturidade, 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.

Tomando essas características básicas, e historicamente persistentes, do mercado de crédito no Brasil como um problema ainda a ser superado para ampliar o potencial de desenvolvimento econômico do país, este trabalho parte da proposição teórica de que a relação entre setor financeiro e não financeiro na economia capitalista é inerentemente conflituosa (MARX, 1991, cap. 23; PANICO, 1980; EPSTEIN, 1992; ARGITIS, 2001). Conforme argumenta Marx³, a razão principal para a existência do conflito decorre de os juros serem a parcela do lucro gerado no processo produtivo pelas empresas não financeiras que é apropriada pelas empresas financeiras como remuneração pelo adiamento de recursos. Ou seja, lucros e juros são somente a divisão do mesmo valor adicionado gerado no processo produtivo e devido ao fator capital (imobilizado e monetário).

A natureza conflituosa da relação entre os dois setores se acentua em razão de a taxa de juros ser um fenômeno convencional (KEYNES, 2013, p. 203) e concorrencial (MARX,

¹ O Gráfico 14 no Apêndice mostra a evolução desta variável para os países selecionados.

² Dados da plataforma IF.data, <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/>, e do IBGE.

³ “It is in fact only the division of capitalists into money capitalists and industrial capitalists that transforms a part of the profit into interest and creates the category of interest at all; and it is only the competition between these two kinds of capitalist that creates the rate of interest.” (Marx, 1991, Chap. 23, p. 3493).

1991, cap. 21, p. 3475)⁴, isto é, não ser determinada por fatores chamados “reais” pela teoria econômica dominante. Caso fosse determinada por fatores reais, não existiria o conflito, pois as próprias características objetivas do sistema econômico estabeleceriam a taxa de juros de equilíbrio. Contudo, este não é o caso. Sendo um fenômeno convencional e concorrencial, a determinação da taxa de juros e, portanto, a distribuição entre lucros e juros, passa a depender de duas dimensões interligadas: 1) a força competitiva relativa no mercado de crédito de cada uma das partes interessadas (empresas financeiras e não financeiras) para impor à outra parte condições que permitam maximizar sua respectiva parcela da distribuição do lucro gerado (STULZ, 2001); e 2) da institucionalidade de enquadrada o funcionamento do mercado de crédito e condiciona a ação dos agentes (PANICO, 1980).

A primeira dimensão está ligada ao grau de oligopolização de cada um dos dois setores. Por um lado, quanto maior o grau de oligopolização das empresas do setor produtivo, maior seu poder de acumulação de capital e, portanto, maior seu poder financeiro, decorrente de lucros passados retidos. Isto lhes confere maior autonomia na definição da estrutura de capital, isto é, na composição entre capital próprio e de terceiros; e amplia o interesse do setor financeiro em se associar às grandes empresas para apropriar-se de parcela do fluxo de renda por elas gerado. Com isso, as empresas não financeiras terão mais poder de barganha na definição das condições em que acessar recursos líquidos sob o controle das empresas financeiras. Isso ocorreu no passado nos processos de expansão industrial que gerou as alianças entre empresas industriais e bancos, como no caso alemão, relatado por Gerschenkron (1962, p.15) e Hilferding (1981, cap. 14); e ocorre atualmente com o maior acesso das grandes empresas ao financiamento via mercado de capitais em comparação às empresas de menor porte.

Já o setor financeiro possui uma posição no sistema financeiro naturalmente privilegiada, como captado pela literatura sobre poder estrutural da finança (NAQVI, 2021; BABIC *et al.*, 2022; DAFE e RETHHEL, 2022). A centralidade de crédito no sistema econômico concede um poder de barganha desproporcionalmente maior aos agentes financeiros. Do mesmo modo que ocorre no setor produtivo, quanto maior o grau de oligopolização do setor financeiro, maior seu poder de mercado, fazendo com que estabeleça condições no mercado de crédito mais favoráveis à apropriação dos lucros na forma de juros.

A segunda dimensão a condicionar a distribuição entre lucros e juros envolve o conjunto de regras que estruturam a relação entre setor financeiro e produtivo no mercado de crédito. Essa dimensão é construída ao longo do desenvolvimento econômico e político dos países, portanto, é historicamente determinada. Desse modo, a própria concorrência, condicionada pelo poder estrutural de cada um dos dois setores, condiciona o desenvolvimento de determinada institucionalidade. Como argumenta Winters (1994), quanto mais a oferta de recursos monetários estiver estrangida sob o controle privado, mais o Estado terá que proporcionar o ambiente econômico e político demandado pelos agentes financeiros para conseguir mobilizar esses recursos para o financiamento produtivo. Por isso, a atuação do Estado se torna essencial para a definição do formato que esta institucionalidade assumirá em cada caso. O Estado pode, a depender do *policy space* existente, incidir sobre a concorrência entre setor financeiro e produtivo no sentido de reforçar o poder estrutural do setor financeiro ao ampliar a discricionariedade deste

⁴ “Here competition does not determine divergences from the law, for there is no law of distribution other than that dictated by competition; as we shall go on to see, there is no ‘natural’ rate of interest. What is called the natural rate of interest simply means the rate established by free competition.” (Marx, 1991, cap. 21, p. 3475)

setor na definição das condições de oferta de crédito ou, pelo contrário, pode reduzir essa discricionariedade ao estabelecer regras que tornem o mercado de crédito mais favorável ao setor produtivo. Essa segunda opção foi o caminho, bem documentado na literatura, tomado pelos países que realizaram industrializações tardias e que, para tanto, precisaram direcionar os fluxos de recursos líquidos para os setores estratégicos (CHANG, 1993; ZYSMAN, 2018; ZONINSEIN, 2000; CASTRO, 2009; ALLEN *et al.*, 2010; MONNET, 2018).

A economia brasileira possui características marcantes no que diz respeito às duas dimensões que condicionam a relação conflitiva entre setor financeiro e não financeiro na distribuição entre lucros e juros. Em primeiro lugar, há uma grande assimetria na distribuição de poder estrutural entre setor financeiro e produtivo, industrial particularmente. Por um lado, as empresas nacionais da indústria de transformação não alcançaram um grau superior de oligopolização e não se constituíram como núcleo principal do setor industrial instalado no país. A centralidade exercida pelas empresas multinacionais e o papel secundários das empresas industriais privadas nacionais são uns dos principais fatos estilizados no processo de industrialização brasileira no século XX (COUTINHO e BELLUZZO, 1980; POSSAS, 1998). Fato que se acentuou nas décadas recentes (CASSIOLATO *et al.*, 2014), ao mesmo tempo em que se aprofunda as fragilidades da indústria de transformação nacional em decorrência do processo de perda relativa de peso na economia brasileira (BONELLI; PESSÔA, 2010; MORCEIRO, 2012). Por outro lado, o setor financeiro passou, desde os anos 1960, por meio de incentivos criados pelo Estado (STUDART, 1995; CORREIA e ALMEIDA FILHO, 2001; PATRÍCIO e D'OLIVEIRA, 2021), por rodadas de fusões e aquisições, gerando um setor com alto grau de oligopolização e, conseqüentemente, com maior poder de influenciar as condições do mercado de crédito⁵.

Em segundo lugar, quanto à institucionalidade que governa as relações entre setor financeiro e produtivo no Brasil, atualmente, as regras do mercado de crédito menos desfavoráveis ao setor industrial estão fundamentalmente associadas ao papel desempenhado pelo BNDES. Contudo, diante da concorrência marcada por forte assimetria estrutural de poder entre setor financeiro e produtivo, essas regras também sofrem alterações em cada fase do processo econômico-político, alterando a capacidade do Estado de realizar a coordenação do crédito e ampliando, conseqüentemente, a discricionariedade dos agentes financeiros privados. Isto tem ocorrido nas últimas décadas por meio do enquadramento do BNDES às normas de funcionamento que diminuem seu potencial de atuar como banco de fomento (MARTINS e TORRES FILHO, 2023); e, nos últimos anos, por meio de maiores restrições tanto em relação às fontes de recursos do banco⁶, quanto em relação à política de taxa de juros menores que as do mercado, como a extinção da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). Além disso, o regime de metas de inflação, principalmente em sua configuração atual⁷, diminui a margem de acomodação da política monetária ao ciclo econômico, uma vez que se reduziu tanto o centro da meta de inflação (atualmente em 3,0% a.a. para o IPCA), quanto as bandas de tolerância (1,5% para cima ou para baixo). Isso é particularmente relevante,

5 Marchetti (2022) encontra evidência, a partir de estimação de modelo de dados em painel, de que há correlação positiva estatisticamente significativa entre índice de concentração de mercado e *spread* bancário no Brasil.

⁶ Em 2021, o Tribunal de Contas da União considerou irregular que os recursos emprestados pela União ao BNDES por meio de emissão de títulos públicos eram irregulares.

⁷ Os parâmetros do regime de metas de inflação foram reformulados em 2017.

visto que a política monetária impacta de modo relevante a distribuição entre lucros e juros, como será mostrado neste trabalho.

Assumindo o referencial teórico e as características do Brasil apresentados, este trabalho elege a razão entre lucros e juros como variável principal de análise, propondo-a como variável-resultado a condensar e refletir as dimensões fundamentais que moldam a relação entre setor financeiro e produtivo na economia brasileira (assimetria de poder estrutural e institucionalidade do mercado de crédito). O objetivo principal é, a partir dessa razão, captar características da relação conflitiva entre setor financeiro e produtivo no Brasil que possam atestar a singularidade do caso brasileiro, em comparação a outros países, e também as particularidades internas, em especial as diferenças setoriais, com foco na indústria de transformação.

Além disso, os fundos internos e lucros não distribuídos possuem um papel crucial no desenvolvimento econômico, pois são, por ampla margem, a fonte principal de recursos para o financiamento do investimento, seja em países em desenvolvimento ou em países desenvolvidos (UNCTAD, 2008, p. 126-7). Logo, a distribuição entre lucros e juros afeta diretamente as decisões de investir das empresas, podendo se constituir em obstáculo relevante para a mudança estrutural, caso o nível de apropriação de renda pelo setor financeiro seja elevado.

As contribuições deste trabalho para a literatura incluem a aplicação inédita para o caso brasileiro da abordagem teórica de que as características do mercado de crédito decorrem das especificidades da relação entre setor financeiro e produtivo no país; a proposta de captar empiricamente a relação de conflito entre setor financeiro e produtivo no mercado de crédito, por meio da razão entre lucros e juros; e a utilização de uma base dados (Orbis Database) de demonstrações financeiras de empresas capital aberto e de capital fechado como fonte principal de informações, ainda pouco explorada no Brasil.

2. Margem líquida de juros e razão lucro/juros: posição do Brasil entre os países em desenvolvimento

O ponto de partida escolhido é observar a margem de *spread* bancário. 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 ganho maior ou menor em determinado contexto, expressando assim uma dimensão importante do poder estrutural dos bancos sobre o mercado de crédito.

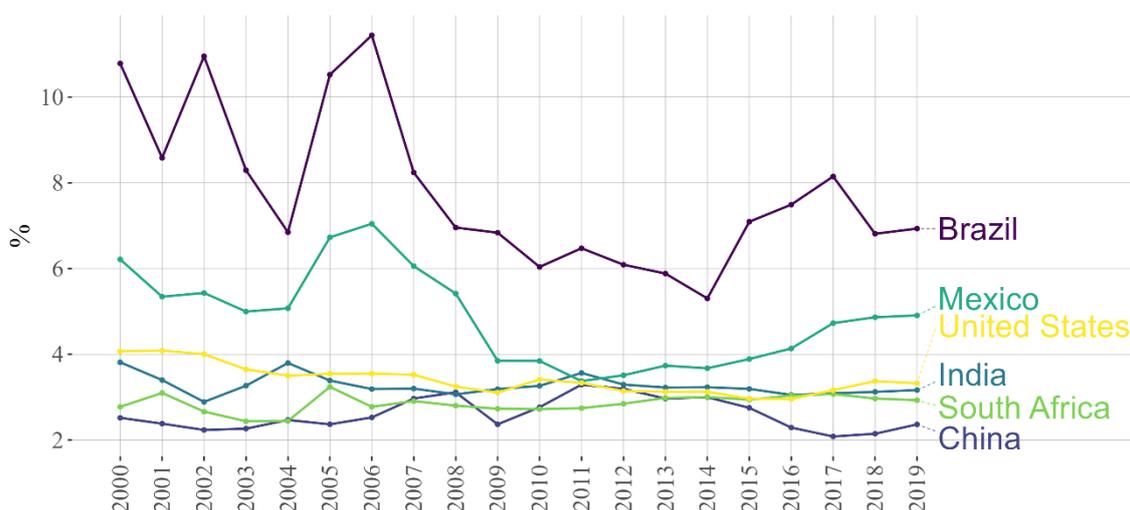
No gráfico 1 apresenta a medida de margem líquida de juros (bank net interest margin), a partir dos dados disponibilizados pela plataforma Fitch Connect. Os dados originais são divulgados ao nível dos bancos e aqui foram agregados pela média para cada país. Foram considerados somente os bancos do tipo “universal” e “wholesale comercial” e excluídos bancos de nichos de mercado mais específicos ou de natureza muito distinta como “Retail & Consumer Banks” e “Development Banks”⁸. Assim, espera-se ter uma visão mais

⁸ Lista completa de tipos de bancos excluídos: "Islamic Banks", "Other Banks", "Development Banks", "Bank Holding Companies", "Bank Financing Vehicles/Special Purpose Entities", "Trading & Investment Banks", "Trade Finance Banks", "Trust & Processing Banks", "Securities Firms", "Central Banks" e bancos sem classificação setorial.

precisa da margem de *spread* de juros praticada no mercado pelos maiores bancos vinculados ao mercado de crédito às empresas.

O gráfico 1 exibe a posição distinta do Brasil com margem líquida de juros expressivamente superior aos demais países. De fato, com exceção do Brasil e do México, os demais países em desenvolvimento apresentam taxas semelhantes às dos EUA. Esse gráfico revela também que as trajetórias de Brasil e México possuem semelhanças, apesar do nível mais elevado do Brasil. Ambos os países apresentaram elevação da margem de *spread* dos bancos entre 2004 e 2007, queda entre 2008 e 2010, estabilidade até 2014 e novamente elevação entre 2015 e 2018. Essa semelhança possivelmente indica um efeito semelhante entre os dois países da influência de fatores internacionais que impactam o mercado de crédito, em especial o ciclo internacional de liquidez. Essas são as duas maiores economias da América Latina mais integradas ao mercado financeiro internacional, seja com um sistema bancário com elevada participação de bancos estrangeiros, no caso do México, seja com um mercado de capitais relativamente mais desenvolvido, no caso do Brasil.

Gráfico 1 – Margem líquida de juros de países selecionados (média anual dos bancos comerciais e universais)



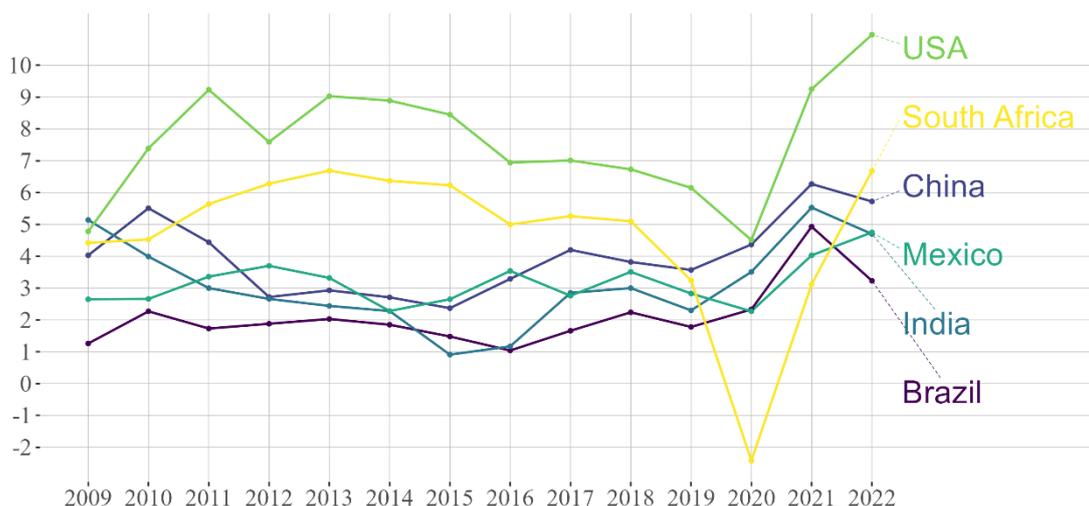
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Fitch Connect

A comparação das margens de *spread* bancário entre os países releva a posição particular do Brasil, mesmo entre os mais países subdesenvolvidos. Essa posição indica uma capacidade proporcionalmente maior dos bancos de fixarem margens de juros consideravelmente acima da média dos demais países. Revela também que, possivelmente fatores internos e externos contribuíram para uma redução das margens dos bancos brasileiros no período mais ou menos compreendido entre 2009 e 2014, exatamente um período de crise financeira internacional que abriu espaço para o governo conduzir medidas de maior coordenação do sistema de crédito.

O passo seguinte é observar o peso do pagamento de juros realizado pelas empresas do setor da indústria de transformação nos diferentes países. O pagamento de juros será comparado com os lucros operacionais (antes do pagamento de juros e excluindo lucros financeiros). Essa razão é mostrada no gráfico 2, a partir de dados extraídos das demonstrações financeiras das empresas de capital aberto da base de dados Orbis Database. Neste gráfico, os lucros operacionais são divididos pelos juros pagos, 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.

Gráfico 2 – Razão entre lucros operacionais e juros pagos (média anual das empresas de capital aberto da indústria de transformação)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Orbis Database

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 5 e 9, e passando de 10 em 2022. Ou seja, as empresas de capital aberto da indústria de transformação nos 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. Nos demais países, a razão lucro/juros varia entre 1 (isto é, lucro operacional igual ao montante de juros pagos) e 4, e atingem o patamar entre 4 e 6 somente durante o período inflacionário da pandemia de covid-19 (2021 e 2022)⁹. Em primeiro lugar, isso expressa a maior participação dos empréstimos bancários no passivo das empresas destes países em comparação com os EUA, onde o financiamento via mercado de capitais é mais expressivo. 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.

A posição do Brasil está em linha com o nível apresentado pelos países em desenvolvimento (exceto pela África do Sul que apresenta valores mais altos na maior parte do tempo). Contudo, entre estes países, o Brasil apresenta a menor razão lucro/juros em quase todos os anos, sendo as exceções os anos de 2015, 2020 e 2021. Até 2020, o Brasil apresentou razão lucro/juros oscilando entre 1 e 2; e, nos dois últimos anos do período, acompanha a tendência de elevação seguida de queda apresentada pela maioria dos países. Nota-se, portanto, que os países em desenvolvimento de modo geral possuem uma razão lucro/juros mais desfavorável ao setor industrial, o que pode estar relacionado com características semelhantes na relação conflitiva entre setor financeiro e não

⁹ Aqui se manifesta o caráter conflitivo da inflação. Os anos 2021 e 2022 em que a razão lucro/juros se eleva são anos de maior inflação, portanto, gerando 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.

financeiro; e que o Brasil apresenta no período analisado as maiores parcelas de renda transferidos para o setor financeiro, em comparação aos lucros gerados pelas empresas industriais de capital aberto no processo produtivo.

Essa comparação feita da posição relativa do Brasil em termos de margem de juros bancária e razão lucro/juros indica que o país 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 pelas elevadas margens de *spread* bancário. Por outro lado, a relação de desequilíbrio de poder 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 ao lucro operacional. A seguir, a análise se concentra na relação entre setor financeiro e não financeiro no Brasil e nas diferenças da razão lucro/juros entre os setores econômicos.

3. Análise setorial da razão lucro/juros na economia brasileira

A hipótese levantada é que o setor da indústria de transformação no Brasil está em uma posição mais frágil na relação com o setor financeiro, como consequência de seu relativamente menor desenvolvimento em termos de ser o polo dinâmico da economia nacional. Isso gera um menor poder estrutural da indústria de transformação de estabelecer relações mais favoráveis no mercado de crédito e, conseqüentemente, precisando aceitar uma maior transferência de renda para o setor financeiro para acessar as fontes de financiamento. Novamente, como o objetivo é observar a 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. 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 do valor adicionado, gerado no processo produtivo, entre lucro e juros.

A análise a seguir está dividida em três partes. A primeira é dedicada às empresas de capital aberto. A segunda parte é uma análise das empresas de capital fechado. A amostra destas empresas é maior 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 menor. 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 pagos. A terceira parte da análise setorial será a desagregação da indústria de transformação nas divisões CNAE. Para se poder comparar os diferentes subsetores da indústria de transformação a respeito da relação conflituosa com o setor financeiro, se adotará o índice de complexidade econômica e o tamanho médio das empresas, como critérios de classificação dos setores.

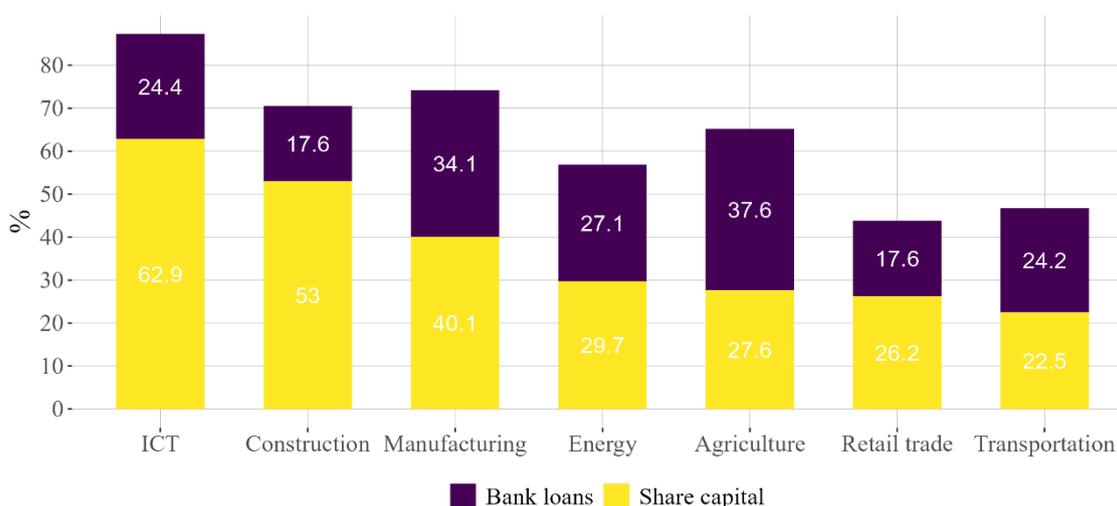
3.1. Empresas de capital aberto: fontes de financiamento, relação lucro/juros e taxa Selic

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 brasileiras de capital aberto. Essa comparação é relevante porque esses são dois polos nas formas de financiamento com características muito 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.

A participação de cada uma dessas duas fontes de financiamento é exibida no gráfico 3, considerando-se a média do período entre 2010 e 2022 para cada setor (calculada como a média entre as empresas de cada setor). Em primeiro lugar, verifica-se diferenças setoriais importantes quanto ao peso de uma ou outra fonte de financiamento para as empresas de capital aberto. Alguns setores como ICT (tecnologia de informação e comunicação), Construção e Comércio (“Retail trade”) possuem uma parcela claramente maior de financiamento via emissão de ações na média do período considerado.

Gráfico 3 – Participação de empréstimos bancários e capital de ações no total do passivo das empresas brasileiras de capital aberto (média setorial do período 2010-2022)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Orbis Database

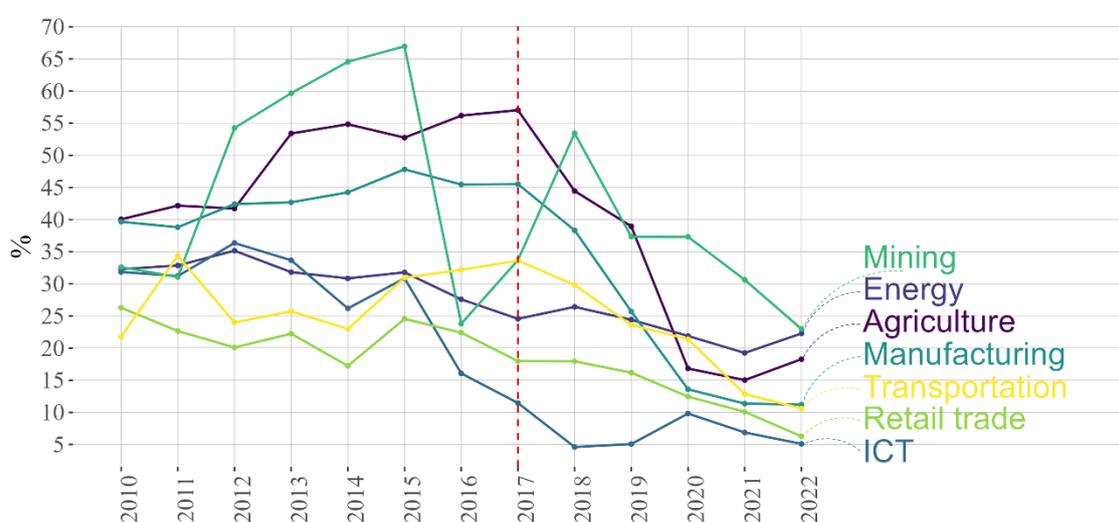
Mas, deve-se destacar que, mesmo em se tratando das empresas de capital aberto, a parcela dos empréstimos bancários está próxima do *share capital* na maioria dos setores. Particularmente relevante é que no setor agropecuário a parcela dos empréstimos bancários é consideravelmente maior que a parcela de *share capital*. Além da agropecuária, somente o setor de transportes possui uma participação maior de empréstimos bancários, mas mesmo assim com uma diferença menor que dois pontos percentuais, enquanto na agropecuária a diferença é de dez pontos percentuais. Na indústria de transformação, por outro lado, o *share capital* equivale a 40,1% do passivo (contra 27,6% da agropecuária) e os empréstimos bancários a 34,1% (contra 37,6% na agropecuária).

A comparação entre as empresas de capital aberto da indústria de transformação e da agropecuária quanto à composição das fontes de financiamento que exigem menor e maior perda de autonomia sobre a atividade operacional (empréstimos bancários e emissão de ações, respectivamente), sugere que o setor agropecuário está mais protegido das pressões típicas do mercado financeiro em comparação com a indústria de

transformação. O fato de indústria de transformação se apoiar proporcionalmente mais na emissão de ações como fonte de financiamento indica um menor acesso à fonte de financiamento via empréstimos bancários em condições favoráveis e uma maior subordinação deste setor às pressões de rentabilidade do setor financeiro.

Contudo, dada a condição altamente adversa para o setor produtivo no mercado de crédito bancário no Brasil, era de se esperar que, havendo possibilidade, as empresas de capital aberto, optassem por ampliar a utilização de outras fontes de financiamento. De fato, é isso que aparentemente ocorreu nos últimos anos, no período de forte redução da taxa básica de juros da economia, e, conseqüentemente, de elevação da demanda por ativos financeiros de maior retorno, como ações e títulos de dívidas emitidos por empresas.

Gráfico 4 – Participação de empréstimos bancários no total do passivo das empresas brasileiras de capital aberto (média anual por setor do período 2010-2022)

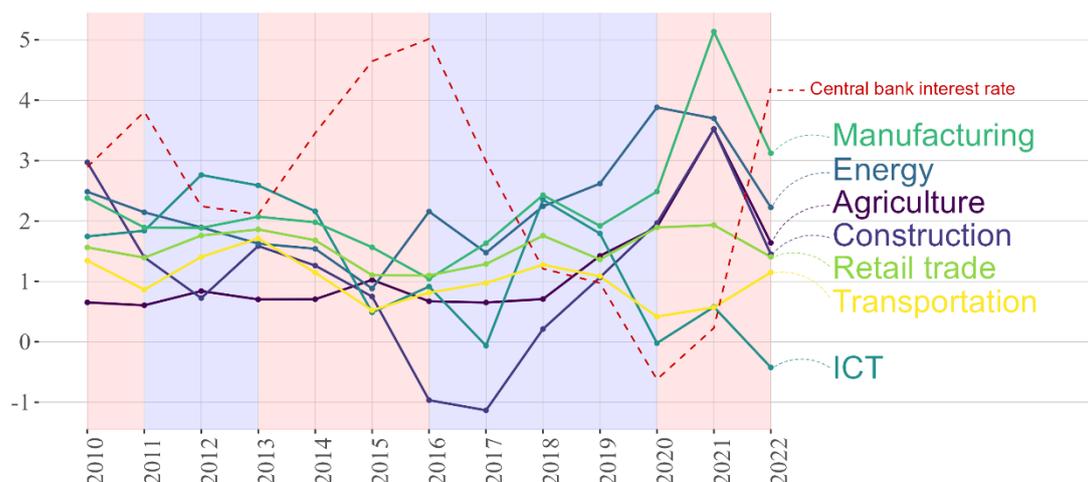


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Orbis Database

O gráfico 4 focaliza a evolução da parcela de empréstimos bancários média de cada setor entre 2010 e 2022. Entre 2016 e 2017, período em que se inicia uma fase de expressiva redução da taxa Selic, começa também um movimento praticamente generalizado entre os setores de diminuição da parcela dos empréstimos bancários no passivo. Vale registrar que a redução da parcela de empréstimos bancários não significa uma transferência total para emissão de ações, pois existem outras formas de financiamento como emissão de títulos de dívida que permitem às empresas se refinanciarem, desfazendo-se de dívidas bancárias com custo financeiro mais elevado.

Mas, o que este gráfico sugere fortemente é que o período de redução expressiva da taxa de juros básica da economia realmente alterou as possibilidades de financiamento das empresas de capital aberto, logo afetando as posições relativas do setor financeiro e não financeiro na distribuição dos fluxos de renda gerado no processo produtivo. Portanto, é crucial observar a relação entre as relações financeiro-produtivas, sintetizadas na distribuição entre lucros e juros, e a trajetória da taxa básica de juros da economia. O que se faz a seguir.

Gráfico 5 – Razão entre lucro operacional e juros pagos das empresas brasileiras de capital aberto e taxa Selic (média setorial do período 2010-2022)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Orbis Database

Nota: Nível da taxa de juros do banco central ajustada para melhor visualização.

O gráfico 5 mostra a trajetória entre 2010 e 2022 para cada setor da razão entre o lucro operacional médio e o montante médio de juros pagos. Adicionalmente, o gráfico mostra a trajetória da taxa Selic (com o nível monotonicamente ajustado 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.

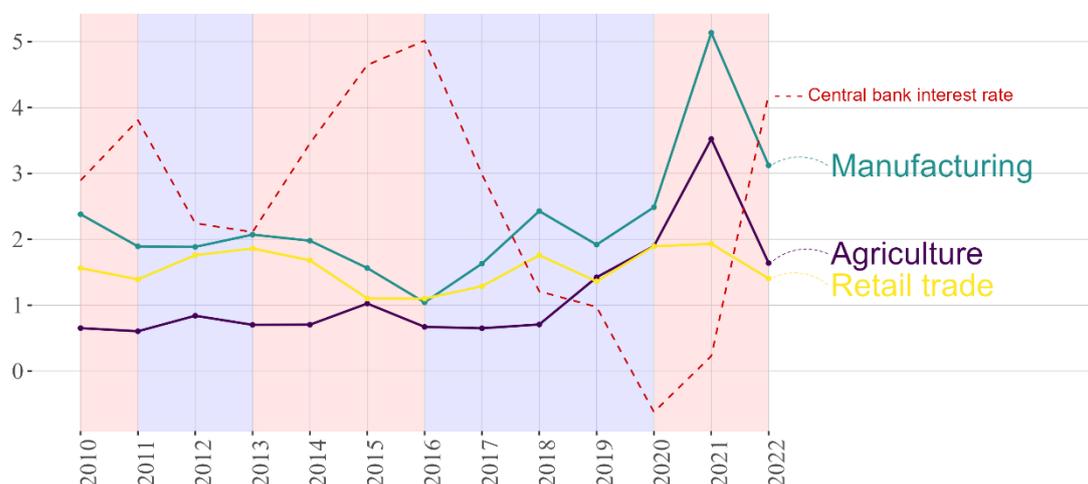
Neste gráfico, o que se ressalta é a direção geral da razão lucro/juros dos setores como um todo. No período de três anos entre 2013 e 2016, em que a taxa Selic estava em elevação, o movimento geral das razões lucro/juros é descendente. E o contrário ocorre no período de quatro anos, entre 2016 e 2020,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

Essa correlação negativa aparentemente não traz nenhuma surpresa porque, tomando-se o caso de subida da Selic, a elevação da taxa básica 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, resultará em redução da razão lucro/juros. Contudo, isso é tão óbvio quanto raramente apontado como uma das características fundamentais da política monetária: sua característica intrínseca de redistribuir valor adicionado entre setor financeiro e produtivo.

Ou seja, a política monetária afeta diretamente a relação entre setor financeiro e produtivo, fazendo, portanto, com que seja particularmente relevante para o setor financeiro assegurar poder de influência sobre a política monetária como forma de assegurar seu poder estrutural de condicionar as interações financeiro-produtivas a seu favor. Logo, em uma economia orientada pela iniciativa privada é pouco razoável a possibilidade de condução da política monetária de modo completamente independente aos interesses dos agentes financeiros.

Diferenças setoriais também são elucidativas da relação entre a razão lucro/juros e a taxa básica de juros da economia brasileira. O gráfico 6 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.

Gráfico 6 – Razão entre lucro operacional e juros pagos das empresas brasileiras de capital aberto e taxa Selic (média setorial do período 2010-2022)



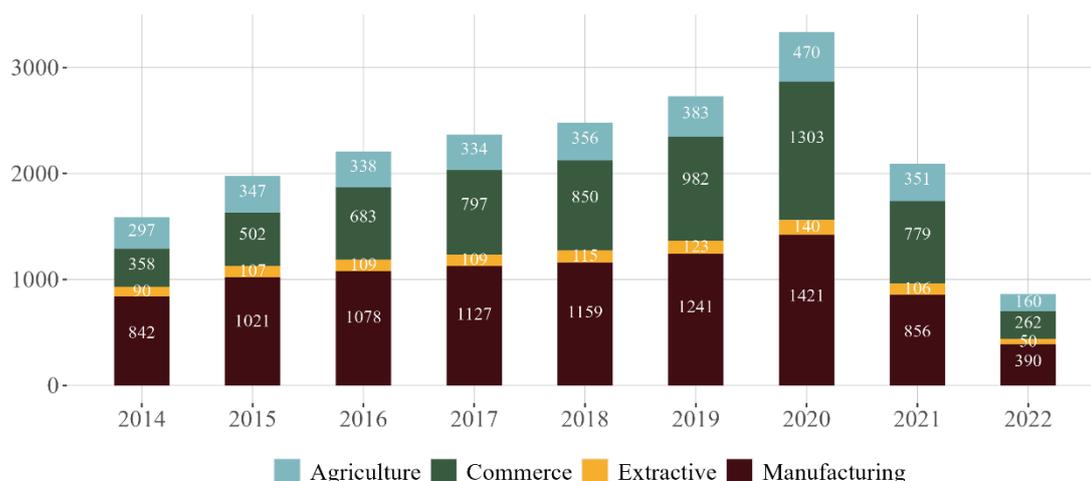
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Orbis Database.

Dos três setores reportados (Agricultura, Indústria de transformação e Comércio), que possuem dinâmicas distintas, a indústria de transformação é a que apresenta a maior elasticidade da razão lucro/juros em relação à taxa básica de juros da economia, 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 agropecuária é o setor com menor elasticidade. Ou seja, o impacto distributivo da política monetária é heterogêneo entre os setores e, aparentemente, mais forte sobre a indústria de transformação. Esta é uma conclusão 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 na comparação com o setor agropecuário. De modo correspondente, um regime de política monetária mais favorável ao setor não financeiro será proporcionalmente melhor para a indústria de transformação.

3.2. Empresas de capital fechado: despesa financeira, dívida de longo prazo e razão lucro/juros

Observar como se comportam as empresas de capital fechado 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 de capital fechado são em média menores e com mais barreiras para 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.

Gráfico 7 – Tamanho da amostra de empresas brasileiras de capital fechado: número de empresas por setor em cada ano (2014 a 2022)



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

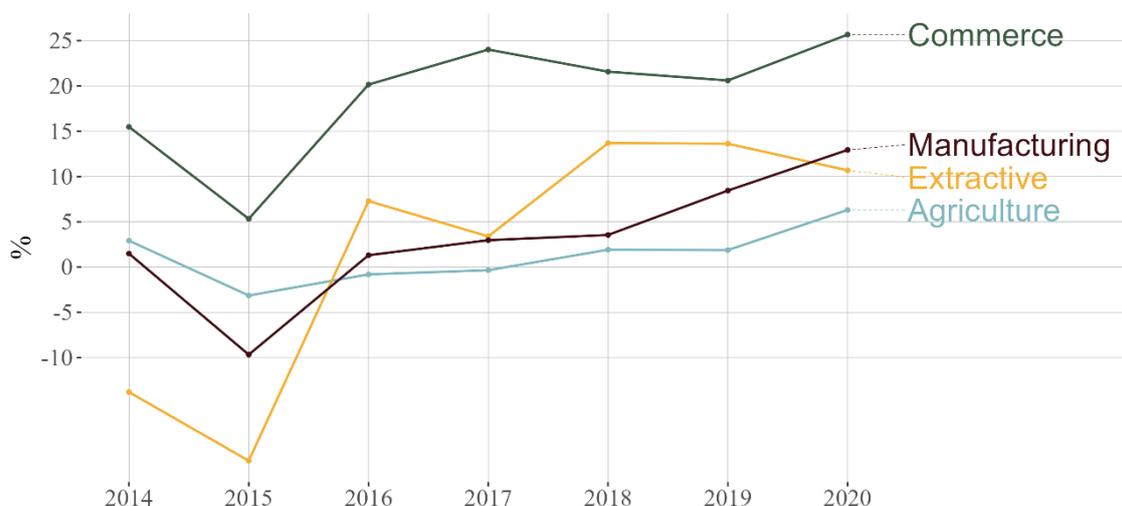
Nota: Inclui somente as empresas com ativo total maior que zero

Um benefício adicional é que amostra de empresas de capital fechado, apesar de cobrir um período mais curto (2014-2022) e variáveis menos detalhadas, tem um tamanho expressivamente maior (Gráfico 7), logo diluindo as particularidades de cada empresa e permitindo uma compreensão melhor do que ocorre setorialmente. O tamanho da amostra cresce para todos os setores até 2020 e se reduz fortemente nos anos seguintes. Assim, para diminuir possível viés da amostra, os anos 2021 e 2022 foram excluídos da análise.

Introdutoriamente, vale verificar a trajetória dos setores em termos de lucratividade para servir de parâmetro à análise das características das relações entre os setores produtivo e financeiro. Como o gráfico 8 mostra, a taxa de lucro, medida como a razão entre lucro bruto e patrimônio líquido, apresenta uma trajetória de elevação, após queda em 2015, ano de recessão.

Destaque-se, sobretudo, o nível consistentemente mais elevado da lucratividade do setor do comércio em relação a todos os demais. Portanto, apesar das diferenças de intensidade, 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 8 – Taxa lucro (lucro bruto sobre patrimônio líquido) das empresas brasileiras de capital fechado (média anual de cada setor)



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

Essa hipótese pode ser conferida no gráfico 9, que exhibe a evolução da razão lucro/juros de cada setor e a trajetória da Selic, mas agora para as empresas de capital fechado. A variável juros pagos é aproximada pela variável despesas financeiras, devido ao menor detalhamento das demonstrações financeiras dessas empresas. A correlação negativa entre a taxa Selic e a razão lucro/juros não é mais tão evidente. O que se esperaria a princípio é que a elevação da lucratividade dos setores gerasse uma elevação ainda mais intensa da razão lucro/juros quando a taxa Selic caísse. Entretanto, na indústria de transformação e na agricultura, a elevação da razão lucro/juros começa antes do início da fase de redução da Selic e coincide, na verdade, com a elevação da taxa de lucro mostrada no gráfico 8. O setor extrativo e o comércio apresentam elevação seguida de queda da razão lucro/juros entre 2016 e 2020, fase de redução acentuada da Selic, também refletindo a trajetória das respectivas taxas de lucro.

Há uma indicação, portanto, de que para as empresas de capital fechado os movimentos da política monetária são menos relevantes para explicar a distribuição de renda entre o setor não financeiro e financeiro. Isso, possivelmente, é um reflexo da baixa penetração do crédito bancário para as empresas não financeiras, característico da economia brasileira (como mostrado no gráfico 14 no Apêndice). Além disso, a condição de não estarem expostas diretamente ao mercado de capitais cria uma menor exposição à extração de renda para o setor financeiro.

Mas, essa baixa sensibilidade da razão lucro/juros à taxa Selic é também uma indicação do maior poder dos bancos no Brasil em manter ou aumentar a margem de *spread* bancário, mesmo nas fases de redução da taxa Selic. Observe que, como mostrado na seção anterior, o *spread* bancário apresentou elevação entre 2014 e 2019, enquanto a Selic se reduziu entre 2016 e 2020. Logo, as empresas de capital fechado, que possuem menos opções de fontes de financiamento estão mais sujeitas a sofrerem extração de renda por parte do setor financeiro diante da capacidade deste setor de moldar as condições de oferta de crédito, mesmo quando a política monetária favorece o setor produtivo. Ou seja, a baixa elasticidade do *spread* bancário às reduções da taxa Selic (CASTRO E MELLO, 2010) certamente concorre para essa menor sensibilidade da razão lucro/juros nessa amostra.

Gráfico 9 – Razão entre lucro operacional e despesas financeiras das empresas brasileiras de capital fechado e taxa Selic (média anual por setor)



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

Adicionalmente, essa menor elasticidade 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 estimular ou desestimular a ampliação da produção e do investimento é prejudicada pelo poder dos bancos em determinarem as condições de crédito. Como a parcela da renda apropriada pelas empresas não financeiras, em comparação com a parcela da renda que transferem para o setor financeiro, é menos sensível à variação da Selic, o estímulo à variação da produção e do investimento decorrente da variação da Selic também será menor, porque a parcela do lucro é pouco afetada. Portanto, diferentemente do que normalmente é afirmado de que o aumento da oferta de crédito a taxa de juros abaixo da média do mercado por parte dos bancos públicos prejudica a eficácia da política monetária (MAITINO NETO, 2018, MENDES, 2023)¹⁰, o que as evidências aqui apresentadas sugerem é que o poder dos bancos em determinar as condições de oferta de crédito, resultando em baixo volume e taxas de juros elevadas e poucos sensíveis à Selic, contribui para obstruir os canais de transmissão da política monetária.

Outro ponto relevante a se destacar a partir do gráfico 9 é que o nível da razão lucro/juros é mais baixo em todos os setores quando comparado às empresas de capital aberto. A razão fica abaixo de 1 em quase todo o período, indicando uma apropriação média da renda maior para o setor financeiro do que para o setor produtivo. Para as empresas de capital aberto, a faixa de flutuação da razão lucro/juros estava entre 1 e 2. Portanto, essa é outra evidência do maior controle exercido pelo setor financeiro sobre as interações financeiro-produtivas no Brasil e está em sintonia com a proposição teórica mencionada na Introdução de que as empresas que alcançam um grau de concentração de capital maior, como as empresas de capital aberto, terão maior capacidade de condicionar as condições do mercado de crédito.

3.3. Indústria de transformação: tamanho das empresas, complexidade econômica e razão lucro/juros

¹⁰ Para uma refutação deste argumento ver Barboza e Furtado (2023).

O último passo é desagregar a indústria de transformação em subsetores (nível “divisões” da CNAE 2.3). Essa desagregação é relevante por dois motivos. O primeiro é que a indústria de transformação é o foco principal de análise por conta do papel crucial que esse setor desempenha no desenvolvimento dos países, sobretudo em desenvolvimento (CHANG e ANDREONI, 2021).

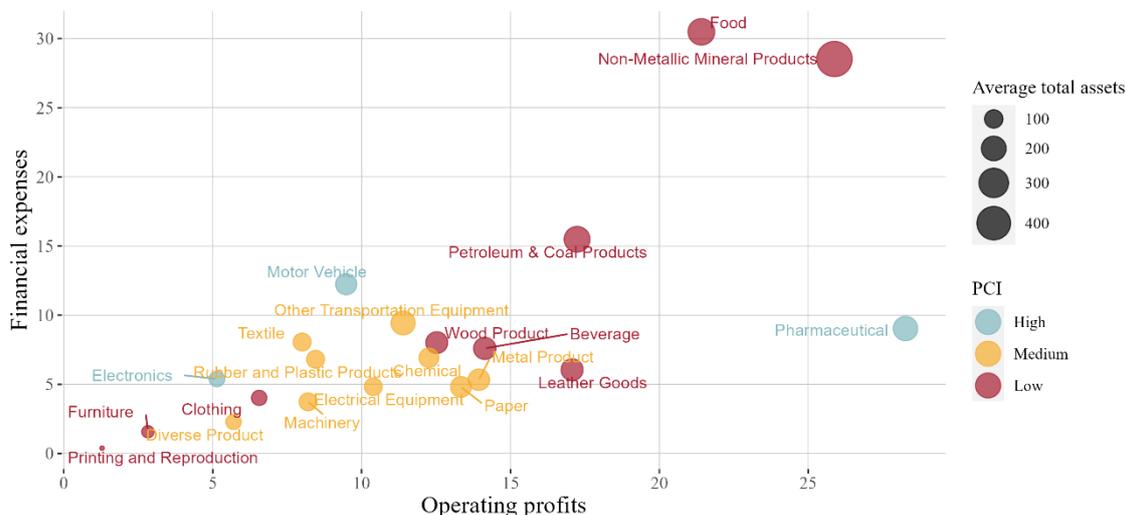
Em segundo lugar, a desagregação permitirá investigar uma das hipóteses levantadas na Introdução a respeito das raízes históricas do padrão de relação entre setor industrial e setor financeiro no Brasil em decorrência da posição subordinada das empresas nacionais no processo de industrialização. A hipótese 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 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 (LEVINE, 2005).

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 constatação da necessidade de sua formulação é, por si só, um avanço analítico relevante. Esta seção traz evidências que contribuem para sustentar essa proposição teórica.

O gráfico 10 exibe as variáveis lucro operacional e despesas financeiras das empresas industriais de capital fechado, mas agora separadamente e em valores absolutos, não como a razão lucro/juros. A primeira vantagem deste gráfico é constatar que essa amostra capta razoavelmente bem a composição setorial da indústria de transformação no Brasil. Em geral, os setores com empresas maiores em média (medido pelo ativo total e expresso pelo tamanho dos círculos) e com menor nível de complexidade econômica¹¹ (expresso pelas cores dos círculos) são os que possuem valores mais elevados, tanto de lucro operacional quanto de despesas financeiras. Ou seja, com exceção do setor farmacêutico, são os setores industriais tradicionais, típicos do subdesenvolvimento produtivo brasileiro, que predominam, em termos de possuírem maiores lucros operacionais médios e tamanho médio das empresas também maior.

¹¹ Os índices setoriais de complexidade das atividades econômicas utilizados são disponibilizados na plataforma DataViva: <https://www.dataviva.info/pt/rankings/economic-activities>. Os dados mais recentes são de 2021.

Gráfico 10 – 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\$)

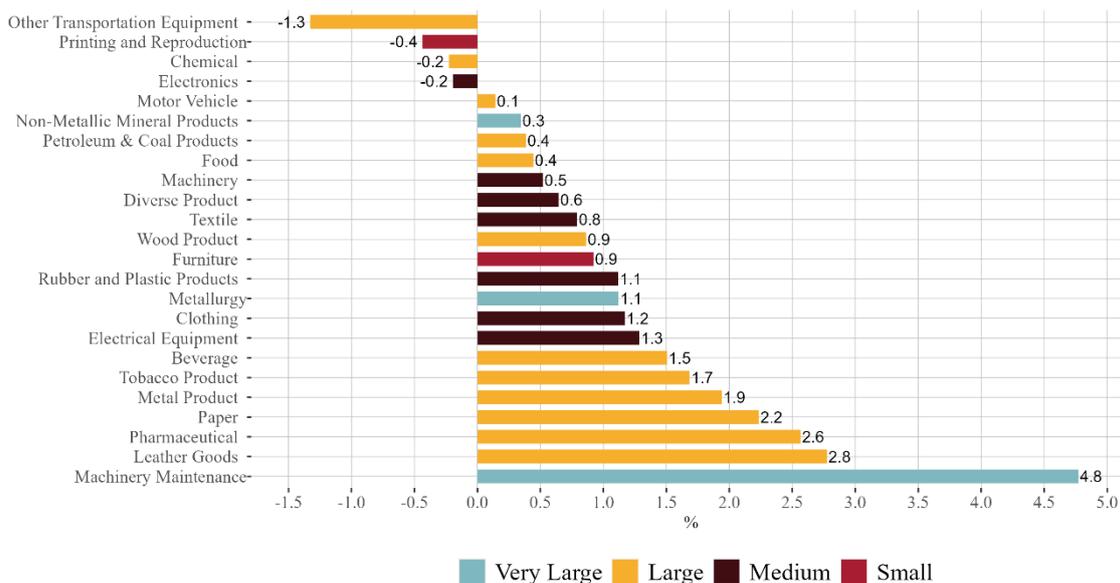


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da plataforma Orbis Database e do DataViva.

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 (círculos vermelhos). 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 entre lucro operacional e despesas financeiras, de acordo 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 11 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 que em 13 dos 24 setores apresentados a razão lucro/juros é inferior a um. Isto é, em média, o volume de renda gerada no processo produtivo do setor industrial transferido 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 11 – Razão lucro juros e tamanho das empresas por setor da indústria de transformação (empresas brasileiras de capital fechado, média do período 2014 a 2019)



Source: Orbis Database.

Sectors' size categories by average companies' total assets (mi US\$):

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 com razão lucro/juros mais elevada (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 setores com razão lucro/juros mais elevada está em sintonia com a hipótese de que as empresas e setores que alcançam um maior nível de oligopolização terão uma relação mais equilibrada com o setor financeiro em termos da distribuição do valor adicionado entre lucro e juros. Ou seja, são os setores que conseguem diminuir a assimetria de poder estrutural na determinação das condições do mercado de crédito.

O gráfico 12 exhibe a razão lucro/juros, mas desta vez os setores estão classificados por nível do índice de complexidade da atividade econômica. A capacidade do índice de complexidade econômica de aglomerar os setores com razão lucro/juros mais elevadas 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 dez setores que apresentam razão lucro/juros acima de 1, sete são classificados como de média ou alta complexidade econômica.

Gráfico 12 – Razão lucro juros e índice de complexidade econômica por setor da indústria de transformação
(empresas brasileiras de capital fechado, média do período 2014 a 2019)



Source: Orbis Database and DataViva.
Sectors categories by economic complexity index:
High: ≥ 1.0 ; Medim: ≥ 0 & < 1.0 ; Low: < 0

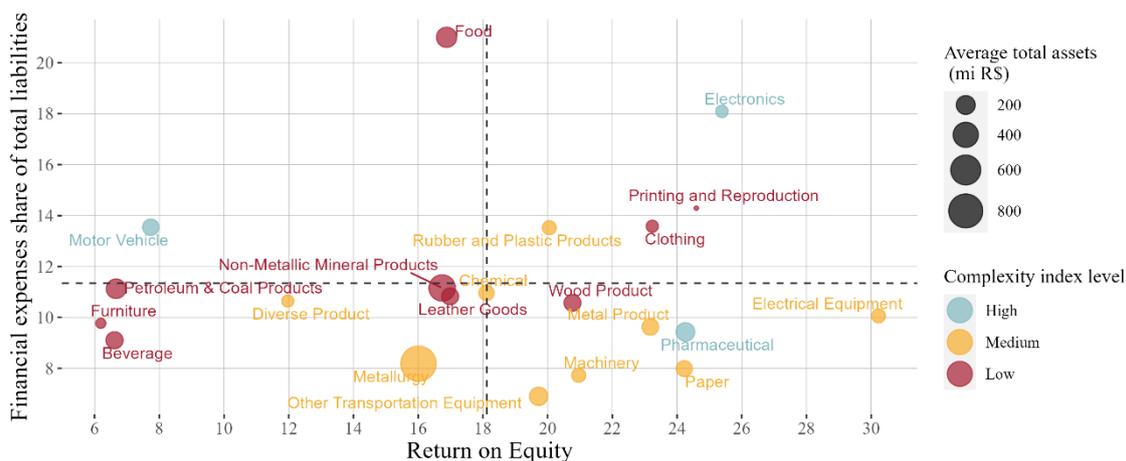
Entretanto, o gráfico 12 traz outra questão relevante: sete setores de alta ou média complexidade econômica foram transferidores líquidos de renda para o setor financeiro, ou seja, apresentaram razão lucro/juros abaixo de 1. Isso significa que setores relevantes para a modernização da estrutura produtiva 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.

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 a principal fonte de financiamento das empresas no Brasil, 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 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 uma relação com o setor financeiro que é um obstáculo para atingirem essa mesma oligopolização, dada a maior extração da principal fonte de financiamento que são os lucros retidos.

Por fim, o gráfico 13 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 da atividade 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 média de renda transferida para o setor financeiro (despesas financeiras) como proporção do passivo total. Todas as variáveis refletem a média do período entre 2014 e 2019.

Gráfico 13 – Razão lucro juros e índice de complexidade econômica e tamanho das empresas por setor da indústria de transformação (empresas brasileiras de capital fechado, média do período 2014 a 2019)



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

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 16), estão transferindo recursos para o setor financeiro acima do volume de lucros (gráficos 14 e 15).

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.

4. Conclusão

A primeira conclusão deste trabalho 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 produtivo. 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, 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 forte impacto 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 de capital fechado 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 não possuem movimento claramente associado à 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.

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.

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.

5. Referências bibliográficas

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? SSRN. **Texto para discussão**, 2010. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1701274>

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>

ABIC, Milan; HUIJZER, Jouke; GARCIA-BERNARDO, Javier; VALEEVA, Diliara. How does business power operate? A framework for its working mechanisms. **Business and Politics**, 24, p. 133–150, 2022. <https://doi.org/10.1017/bap.2021.19>

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>

BONELLI, Regis; PESSÔA, Samuel de Abreu. Desindustrialização no Brasil: um resumo da evidência. 2010. FGV IBRE. **Texto para discussão** 7, 2010. <https://hdl.handle.net/10438/11689>

CASSIOLATO, José E.; ZUCOLOTO, Graziela; MILAGRES, Rosiléia; STALLIVIERI, Fabio. Transnational Corporations and the Brazilian National System of Innovation. In: IDRC (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>

CASTRO, Pedro; MELLO, João Manoel Pinho de. Há assimetria no repasse dos juros bancários de variações na taxa Selic? Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. **Texto para discussão** 580, 2010. <https://hdl.handle.net/10419/176063>

CAVALCANTI, Felipe De Oliveira; 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>

CHANG, Ha-Joon. The political economy of industrial policy in Korea. **Cambridge journal of economics**, v. 17, n. 2, p. 131-157, 1993. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cje.a035227>

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>

- CORRÊA, Vanessa Petrelli; ALMEIDA FILHO, Niemeyer. Mudanças fundamentais na Estrutura de Financiamento Brasileira nos anos 90: alteração de propriedade e continuação da lógica especulativa. In: **Anais do VI Congresso de Economia Política. São Paulo**. 2001.
- COSTA, Fernando Nogueira da. Atuação anticíclica dos bancos públicos brasileiros. **Desenvolvimento em Debate**, v. 3, n. 2, p. 47-77, 2015.
- COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. O Desenvolvimento do Capitalismo Avançado e a Reorganização da Economia Mundial no Pós-Guerra. **Estudos Cebrap**, v. 23, n. 23, p. 6–31, 1980.
- DAFE, Florence; RETHEL, Lena. Domestic Bank Reform and the Contingent Nature of the Structural Power of Finance in Emerging Markets. **Politics and Society**, v. 50, n. 4, 571–598, 2022. <https://doi.org/10.1177/00323292221125567/FORMAT/EPUB>
- Davis, Leila E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, v. 69, n. 1, 270–307, 2018. <https://doi.org/10.1111/meca.12179>
- 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>
- 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>
- KEYNES, John. M. **General Theory of Employment, Interest, and Money**. London: Cambridge University Press, 2013.
- LEVINE, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. **Nber Working Paper Series**, p. 1–118, 2005. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- 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>
- MARCHETTI, Fernando Hercules. Avanço das fintechs, instituições de pagamento e bancos digitais: impactos para a revisão do spread bancário no Brasil. 2022. Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. **Dissertação de Mestrado**. <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/6bea2772-35e2-4b6e-b155-fdd68e931657/content>
- MARTINS, Norberto Montani; TORRES, Ernani.. Regulating development banks: a case study of the Brazilian Development Bank (BNDES) (1952-2019). **Cadernos Do Desenvolvimento**, v. 17, n. 32, p. 50–78, 2023. <https://doi.org/10.29327/2148384.17.32-3>
- MELLO, Guilherme; ROSSI, Pedro. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. Unicamp, IE. **Texto para discussão**, 309, 2017.

MENDES, Marcos. BNDES sinaliza que repetirá erros que nos custaram caro. Folha de São Paulo, 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>

MONNET, Eric. **Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973**. Cambridge University Press, 2018.

MORCEIRO, Paulo César. **Desindustrialização na economia brasileira no período 2000-2011: abordagens e indicadores**. Cultura Acadêmica, 2012. <http://hdl.handle.net/11449/109252>

NAQVI, Natalya. Renationalizing finance for development: policy space and public economic control in Bolivia. **Review of International Political Economy**, v. 28, n. 3, p. 447–478, 2021. <https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1696870>

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>

ORSI, Bianca; KALTENBRUNNER, Annina; DYMSKI, Gary. **Currency hierarchy and the nature of the internationalisation of peripheral currencies**. Mimeo, 2020.

PANICO, Carlo. Marx's analysis of the relationship between the rate of interest and the rate of profits. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 4, n. 4, p. 363–378, 1980. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cje.a035462>

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 Mansor de (Eds.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. 1. ed. São Paulo: Hucitec Editora, 2021.

POSSAS, Mário Luis. Empresas Multinacionais e Industrialização no Brasil. Em: **Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaios sobre a Crise**. Campinas, SP: IE - Unicamp, 4. ed., v. 2, 1998.

STUDART, Rogerio. **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: DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross (Ed.). **Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development**. MIT press, p. 143–188, 2001. <https://doi.org/10.7551/mitpress/3001.001.0001>

TAVARES, Maria da Conceição. Império, território e dinheiro. In: FIORI, Jose Luiz (org.). **Estado e moedas no desenvolvimento das nações**. Editora Vozes, 1999.

UNCTAD. Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2008. Informe de la secretaría de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. Naciones Unidas. Nueva York y Ginebra, 2008. Disponível em: https://unctad.org/system/files/official-document/tdr2008_sp.pdf

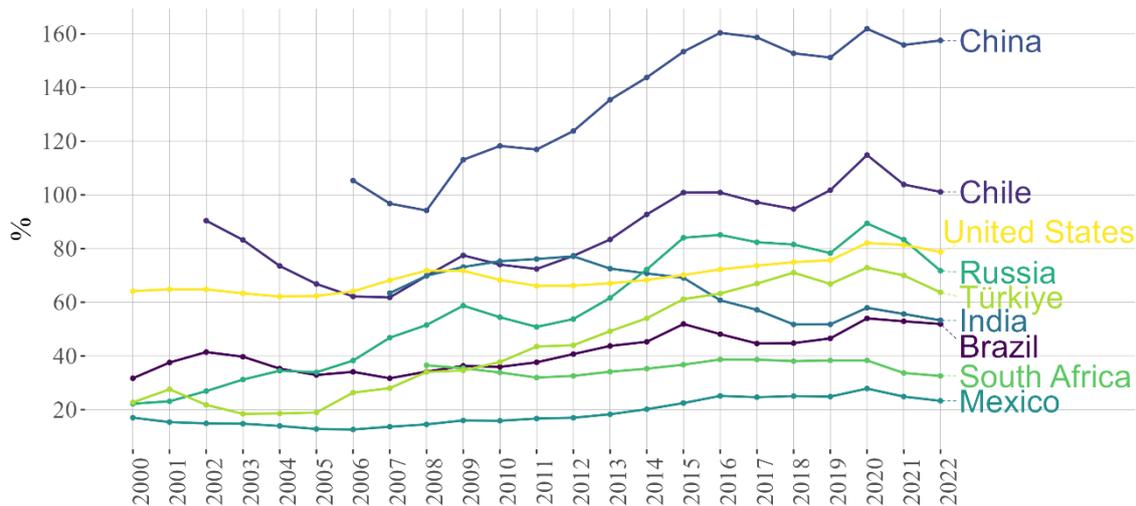
WINTERS, Jeffrey A. Power and the Control of Capital. **World Politics**, v. 46, n. 3, p. 419-452, 1994. <https://doi.org/10.2307/2950688>

ZONINSEIN, J. Rudolf Hilferding's theory of finance capitalism and today's world financial markets. In: KOSLOWSKI, Peter (Ed.). **The theory of capitalism in the German economic tradition**. Springer. p. 275–308, 2000. https://doi.org/10.1007/978-3-662-04084-3_8

ZYSMAN, J. **Governments, markets, and growth**. Cornell University Press, 2018.

6. Apêndice

Gráfico 14 – Crédito bancário para empresas não financeiras como proporção do PIB (2000 - 2022) (média anual dos países selecionados)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BIS.