

Interações financeiro-produtivas no desenvolvimento do Brasil: raízes históricas e o caráter necessário da coordenação estatal

Diogo Santos¹

Resumo

No Brasil, o financiamento de longo prazo é fortemente dependente das fontes de recursos e instituições públicas. Este artigo apresenta uma nova abordagem para as razões que geraram o padrão de baixo envolvimento do setor financeiro privado no financiamento do desenvolvimento do Brasil desde meados do século XX. Propõe-se que a posição subordinada das empresas nacionais privadas na industrialização brasileira foi fator determinante para a forma assumida pelas interações financeiro-produtivas no país. Para atingir o objetivo proposto, primeiramente são discutidos os tratamentos que este tema recebeu no pensamento econômico brasileiro. Em seguida, é apresentada a sustentação teórica e histórica para a abordagem proposta que se baseia na análise de Marx sobre a relação concorrencial entre setor financeiro e não financeiro no mercado de crédito e nos estudos históricos de Gerschenkron, Hilferding e Zysman. Por fim, é discutido se o caráter subordinado das empresas nacionais privadas no Brasil se mantém na atualidade. Conclui-se que a coordenação estatal do mercado de crédito decorre necessariamente do padrão histórico de desenvolvimento brasileiro.

Introdução

A estrutura nacional de financiamento do desenvolvimento no país conta com uma participação marginal dos agentes financeiros privados. Características básicas das interações financeiro-produtivas no Brasil ilustram esta afirmação. No que se refere aos bancos, há uma baixa participação dos empréstimos e financiamentos às empresas na composição das carteiras (PRATES, 2010, p. 138-139); baixa disposição à exposição ao risco e reduzida participação do crédito bancário entre as fontes de financiamento do investimento das empresas (CAVALCANTE e MENDONÇA, 2019; ALMEIDA *et al.*, 2013). As duas fontes principais do crédito doméstico corporativo de longo prazo por ordem de valor são os empréstimos diretos do BNDES e empréstimos indiretos do BNDES via repasse a outros bancos (TORRES FILHO, 2017). As características principais do mercado de capitais são a baixíssima participação de títulos de dívidas privadas nas carteiras dos investidores institucionais; elevada preferência destes agentes por títulos públicos; concentração das aplicações financeiras quase exclusivamente nas grandes empresas (ROCCA, 2018; TORRES FILHO, 2017); e baixa propensão dos agentes financeiros ao financiamento da inovação (FURTADO, 2018).

Esse distanciamento do setor financeiro privado em relação ao financiamento do desenvolvimento não é algo novo no Brasil. Tomando-se as reformas realizadas no governo Castello Branco (1964-

¹ Doutorando em Economia Aplicada no Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR) da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais.

1967) como marco da criação do moderno sistema financeiro no país, pode-se afirmar que o distanciamento das instituições financeiras privadas em relação ao financiamento da acumulação de capital no Brasil remonta aos primeiros anos de sua existência. Apesar do conjunto de incentivos criados pelos governos para o ingresso das empresas não financeiras no mercado de capitais e das novas regulamentações visando criar um ambiente em que os bancos privados aumentassem a concessão de empréstimos e financiamento de longo prazo, não se logrou constituir um circuito privado de financiamento da acumulação de capital no país (TAVARES, 1983; PETRELLI CORRÊA; ALMEIDA FILHO, 2001).

Em que pese esse longo período de deficiências nas interações financeiro-produtivas no país, a necessidade de se constituir uma estrutura nacional de financiamento da acumulação de capital ainda guarda grande atualidade. Por um lado, tem-se a regressão industrial vivida pelo país desde os anos 1990 e aprofundada no período que se segue à crise capitalista global de 2007-2008 (MORCEIRO, 2012; SARTI; HIRATUKA, 2017). É improvável que o Brasil realize um processo de mudança estrutural na magnitude da distância existente entre a estrutura industrial doméstica e a dos países capitalistas centrais sem que haja uma estrutura de financiamento que lhe sirva de alavanca.

Além disso, a economia mundial passa por uma corrida tecnológica com mudanças nas formas de produção com impactos importantes já em curso, em especial, relançando a relevância da política industrial (DINIZ, 2019; CHANG; ANDREONI, 2020). É crescente também a urgência mundial de se realizar a transição energética, o que envolve o desafio do financiamento dessas mudanças (CAVALCANTE, 2018). Portanto, os atuais desafios do desenvolvimento brasileiro ampliam a relevância da constituição da estrutura nacional de financiamento capaz de gerar o poderio financeiro necessário para apoiar o surgimento e sustentação das empresas inovadoras, industriais e de serviços produtivos modernos.

Este artigo, portanto, busca apresentar uma nova abordagem a respeito das raízes desse padrão de relação entre setor financeiro privado e setor produtivo no Brasil que possa contribuir para se repensar os caminhos para a constituição da estrutura nacional de financiamento do país e também demonstrar o caráter imprescindível da ação estatal neste terreno. O primeiro passo para este objetivo é avaliar como o pensamento econômico brasileiro abordou este problema para a fase da industrialização do país (seção 1). Em seguida (seção 2) são apresentados os pilares que sustentam a nova abordagem proposta, baseados em: 1) a abordagem de Marx sobre os determinantes do mercado de crédito e 2) os estudos históricos de Gerschenkron, Hilferding e Zysman que mapearam as circunstâncias sob as quais o setor financeiro se engajou no financiamento do desenvolvimento dos países. A abordagem proposta é apresentada na seção 3 e se baseia fundamentalmente no papel secundário das empresas nacionais privadas no processo de industrialização do Brasil. A seção 4 discute se as características

da economia brasileira que geraram o padrão de interação financeiro-produtiva específico do Brasil ainda existem, de modo a validar ou não a atualidade da abordagem proposta. Por fim, apresenta-se as conclusões.

1 As análises do problema das interações financeiro-produtivas no pensamento econômico brasileiro

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, serão apresentados 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 BNDE, Banco do Brasil e BNH ampliaram fortemente sua presença no crédito total da economia, ao longo das décadas de 1960 e 1970, o que é corroborado nos recentes trabalhos 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 a 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 FGTS no financiamento habitacional ou como participante direto de estratégias de acumulação via BNDES e empresas estatais, a ação estatal foi crucial para substituir a ausência do engajamento do subsistema financeiro privado (TAVARES, 1998, cap. 4).

O núcleo do pensamento 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 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 *avatars* 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 afirmação de Tavares neste artigo de 1999 é que o problema não é de geração de poupança no Brasil, 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 da autora é a defesa de que o problema do financiamento está nas formas assumidas pela interação entre setor financeiro e setor produtivo, 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 relação aos EUA, expressava justamente, na interpretação de Tavares, essa necessidade de o país constituir um “capitalismo financeiro nacional” (TAVARES, 1999, p. 472), o que, porém, segundo a autora, não existiu.

Na década de 1980, Ignácio Rangel, também abordou o tema do papel da constituição de interações financeiro-produtivas necessárias para completar a industrialização no Brasil. 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 à época 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. Para 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. Para Rangel, a absorção da função de intermediação financeira pelo Estado se manifestava como necessidade do desenvolvimento histórico do Brasil.

Coutinho e Belluzzo (1980) chegam à mesma conclusão que Rangel ao analisarem a industrialização na periferia do capitalismo. Para estes autores, 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 das abordagens de Tavares, Rangel e Belluzzo e Coutinho em vistas do ainda 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, contribuiu 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 reponsabilidade 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.

O referencial teórico do autor é o circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*, proposto por Keynes (2010) e desenvolvido por outros autores pós-keynesianos, inclusive o próprio Studart neste trabalho. Sumariamente, o argumento de Studart é que as reformas de 1964-65 tornaram 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 elencada em alguns 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 as reformas, 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, o controle da alocação 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 continuar funcionando era preciso que a demanda agregada expandisse continuamente, explicação que também já havia sido dada por Tavares.

Studart mostra que a reforma financeira realizada no governo Castello Branco buscou substituir a ação direta do governo no mercado de crédito, 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, 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, 1995, p. 125).

O que Studart está implicitamente demonstrando neste ponto é que os bancos privados fizeram a sua própria reforma financeira, aceitando e rejeitando a reforma do 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, diminuir os juros implícitos dos empréstimos e reduzir a segmentação do mercado. Studart, 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 pelas reformas, caminhou no sentido da especulação e não do financiamento²? 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 associarem 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 setor industrial. O instrumental do circuito FISF não contém elementos para se analisar a natureza da relação entre setor financeiro e não financeiro. 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. Mas, 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 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.

² 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 “banicar” grandes projetos industriais de longo período de maturação.”

O que circuito FISF 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, pela correlação 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 em aberto.

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 das experiências inglesa e norte-americana, e não uma teoria geral do *funding*.

Patrício e D'Oliveira (2021) propõem uma explicação para o fracasso da tentativa de tornar o mercado de capitais uma fonte relevante de financiamento a longo prazo, mesmo com a criação da Lei 4.728 de 1965, conhecida como a lei do mercado de capitais, e da criação da correção monetária e das obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) com a lei 4.357 de 1964 para 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 pelo governo brasileiro como um desafio relevante e chegou a se constituir como projeto do governo³. Macarini argumenta, a partir de declarações de autoridades do governo brasileiro, empresários

³ Tavares (1983, p. 253) também cita essa intenção do governo brasileiro.

industriais e banqueiros, que durante o governo Costa e Silva (1967-1969) e Médici (1969-1974) houve uma tentativa de impelir os grandes bancos comerciais privados nacionais a se associarem às empresas industriais privadas nacionais, inspirado nos *keyretsu* japoneses, o que afastava esses governos do modelo anglo-saxão sob o qual o PAEG havia sido concebido.

Macarini reporta que um membro da equipe do ministro Delfim Netto ressaltou em 1972 o contraste entre a debilidade das empresas industriais nacionais e a força dos grandes bancos nacionais. Segundo esta fonte, deveria ser permitido aos bancos se associarem às empresas industriais dando a elas capacidade de competição com as estatais e estrangeiras. Os bancos comerciais nacionais eram apontados como o agente articulador desses possíveis conglomerados financeiro-industriais nacionais. 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 os riscos de estarem presos ao desempenho 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 de interação entre bancos e indústrias do tipo japonês (sem, contudo, sugerirem o mesmo nível de intervenção estatal sobre o sistema financeiro daquele existente no Japão à época). As razões, contudo, para o tipo de interação financeiro-produtiva existente no Brasil continuaram sem uma explicação teórica e historicamente estruturada. Esse é o tema das duas seções seguintes.

2 Pilares teórico e histórico da abordagem proposta

A interpretação proposta para o problema em análise está sustentada em dois pilares, um teórico e outro histórico. Nesta seção, são apresentados, sinteticamente, estes pilares. Em termos teóricos, parte-se de uma ideia chave desenvolvida por Marx a respeito da natureza da relação entre setor financeiro e não financeiro (respectivamente, capital portador de juros e capital em função, na terminologia de Marx) na determinação da taxa de juros. Propomos que esta ideia chave pode ser generalizada para a natureza das relações entre as duas frações do capital no mercado de crédito em geral e não somente para a determinação da taxa de juros, pois esta taxa carrega em si, como síntese, os determinantes do mercado de crédito.

Marx parte da demonstração de que a origem dos juros é a apropriação por parte dos agentes financeiros de uma parcela do lucro gerado pelas empresas no processo produtivo (Marx, 2017, cap. 23, p. 533). Em seguida, Marx demonstra que o interesse comum entre ambas estas frações do capital

decorrente da origem comum de lucro e juros é sobreposto pela concorrência entre estas duas frações em torno da divisão do lucro gerado na esfera da produção⁴. E, o que é mais importante, esta divisão não está determinada por nenhuma regularidade econômica objetiva, pois o pagamento de juros de uma empresa a um banco é uma definição contratual externa ao processo produtivo.

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, portanto, 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 no mercado de crédito que a determina. 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. Essa também é a conclusão de Argitis (2001)⁵, o qual reitera que em Marx as relações de crédito estão inseridas em um quadro de conflito intercapitalista pela distribuição do lucro.

A posição do capital portador de juros externa ao ciclo produtivo do capital e a natureza concorrencial entre as duas frações do capital conduzem à conclusão crucial de que não há uma determinação inequívoca a respeito de qual forma assumirá a participação do setor financeiro no ciclo produtivo, se serão essas mais ou menos apropriadas à expansão do capital em função em uma determinada circunstância histórica. Em síntese, participação do capital monetário no ciclo produtivo é essencial, mas sua forma não é determinada *a priori*, pois dependerá de qual configuração tomará a correlação de poder no mercado de crédito entre as frações do capital. E esta configuração, por conta, como

⁴ Freitas (1997) 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.”

⁵ “The power relations between industrial and money capitalists are at the centre of Marx’s analysis of the interest rate” (Argitis, 2001).

ênfatizado, da natureza da relaçaõ entre as duas frações do capital neste mercado, não pode ser generalizada teoricamente e sim analisada historicamente.

O segundo pilar que sustenta a interpretação do problema em análise são os estudos de Gerschenkron, Zysman e Hilferding que investigam as formas concretas que as interações financeiro-produtivas assumiram na trajetória histórica de desenvolvimento dos países. Duas conclusões essenciais são extraídas da análise destes autores: 1) o setor financeiro privado somente se vincula autonomamente ao financiamento de grandes empresas líderes dos setores mais dinâmicos, isto é, onde a realização e a expectativa de realização de lucros são as mais elevadas e seguras; 2) a coordenação estatal foi fundamental para impelir o setor financeiro privado a financiar o desenvolvimento industrial.

O caso paradigmático analisado por Gerschenkron (1962) de bancos privados 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, mostra Gerschenkron (1962, p. 15), estava nas grandes empresas da Indústria pesada do Aço, Elétrica e Química, vale dizer, as empresas líderes dos setores que eram os motores principais daquela fase da industrialização alemã.

Mas, mesmo no caso alemão, estudos indicam que a ação estatal foi relevante para gerar a forma de interação financeiro-produtiva típica daquele país. Allen *et al.* (2010) mostram que a legislação alemã era muito rígida quanto à constituição do mercado de capitais. 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 por meio de acesso privilegiado à liquidez do banco central alemão.

Existe uma inegável semelhança, aparentemente não registrada na literatura, entre a análise de Gerschenkron (1962) e a do marxista Rudolf Hilferding, realizada cinquenta e dois anos antes. Em ambos os autores, ascendência do capital bancário sobre o industrial significa que o primeiro, além de fonte de recursos, torna-se orientador da estratégia de crescimento da empresa industrial associada.

Hilferding (1981, p. 224) acrescenta uma discussão sobre as vantagens para os bancos da associação com o setor industrial na fase, analisada por ele, de consolidação de grandes grupos empresariais na virada do século XIX para o XX. Um cartel ou truste de grandes empresas industriais tem maiores possibilidades de ampliação da taxa de lucro, menor risco concorrencial e maior poder de aquisição de outras empresas. Desse modo os bancos se interessam em se associar e coordenar essas empresas para participar das novas e ampliadas fontes de receitas. Além disso, os investimentos dos grupos empresariais líderes são mais garantidos em termos de retorno, portanto há melhores condições para

os bancos ampliem a oferta de crédito de longo prazo, dado o menor risco. Os bancos privados se associam com grandes empresas que já alcançaram um nível de poder financeiro e capacidade de controle de mercados que torna a associação banco-indústria de interesse dos bancos, seja para extrair uma fração dos lucros industriais, seja para manter o controle sobre o mercado de crédito diante de empresas industriais com grande poder financeiro.

Por fim, Zysman (2018) analisa os casos de Inglaterra, França, EUA, Japão e Alemanha no que se refere ao papel do sistema financeiro na busca desses países em reorientar o desenvolvimento industrial no período do pós II guerra. A conclusão principal a ser 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. Zysman não pode ser mais enfático quando afirma que “selective credit allocation is the single discretion necessary to all state-led industrial strategies” (Zysman, 2018, p. 76).

O Estado tem um papel chave em garantir a estrutura de financiamento nos países de desenvolvimento tardio, primeiramente, porque a dependência de empréstimos de longo prazo gera novos e maiores riscos para bancos e empresas (Zysman, 2018, p. 63). Esses empréstimos são imprescindíveis em uma situação de rápido crescimento em que os fundos retidos pelas empresas não financeiras são insuficientes para realizar a ampliação de capacidade instalada. Em segundo lugar, em sintonia com a abordagem marxista sobre a correlação de poder econômico entre ofertantes e demandantes de crédito, Zysman afirma que “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). Ou seja, sem uma coordenação externa ao mercado que condicione o comportamento dos agentes privados, a alocação de crédito será coordenada de acordo com os objetivos de maximização de lucros daqueles agentes que possuem poder econômico para moldar as relações financeiro-produtivas a seu favor.

Zysman apresenta uma investigação exaustiva dos mecanismos estatais utilizados em cada país para dirigir o crédito privado ao financiamento do desenvolvimento industrial, mas o fato geral e fundamental é 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. Deste modo, o trabalho de Zysman contribui para preencher a abordagem marxista a respeito da natureza conflitiva no mercado de crédito e acrescenta o papel da coordenação estatal para incidir sobre a distribuição relativa de forças entre empresas financeiras e não financeiras impelindo as interações financeiro-produtivas em uma direção distinta do resultado espontâneo do mercado. Em

conjunto, os estudos tratados acima, fornecem um quadro de referência histórica que permite analisar o caso específico do Brasil.

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

A proposição central feita aqui 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 tornava o capital local incapaz de atrair o capital portador de juros para o financiamento do desenvolvimento nacional.

O capital privado nacional não ocupou a posição de liderança do processo de industrialização do Brasil. Desde a segunda metade da década de 1950, a presença das empresas estrangeiras na estrutura industrial brasileira foi decisiva para a forma assumida pela industrialização. Naquele período, 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 1968-73, 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%. Somente no ano de 1974, o Brasil foi o destino de 50% do IDE direcionado a esses países (Cassiolato *et al.*, 2014).

Setores produtores de bens duráveis e de capital são os que receberam maior entrada de multinacionais no pós II guerra mundial. 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 indústria tradicionais como Têxtil (Possas, 1998, p. 23). Por outro lado, os setores com predominância nacional (pública ou privada) entre as empresas líderes eram Madeira, Mobiliário, Editorial e Gráfica, Vestuário e Calçados, Extração Mineral (Estat) e Produtos Alimentares (POSSAS, 1998, p. 29). Ou seja, setores de bens não duráveis, fora do polo dinâmico da industrialização, portanto que dependem do investimento de outros setores para crescerem.

Segundo Possas (1998), no pós-guerra, o número de grandes grupos de propriedade brasileira era 25 e de propriedade estrangeira, 30. Ressalva-se que, nesta contagem, entre as empresas brasileiras estão incluídas privadas e estatais. 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 com matriz fora do país e, portanto, com acesso distinto à tecnologia e financiamento, quando comparadas com as empresas nacionais. Ainda que grandes empresas nacionais, estatais e privadas, sejam parte do ambiente da industrialização brasileira desde a década de 1950, Possas reconhece que a presença de empresas estrangeiras “dão 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, Possas mostra que 50% da produção destas empresas corresponde a empresas de propriedade estrangeira, 33% nacionais privadas e 16% públicas. Dois outros indicadores são ainda mais elucidativos das assimetrias entre empresas nacionais privadas e estrangeiras. O indicador de escala de produção por estabelecimento para empresas internacionais, nacionais privadas e públicas, apresentava os valores 3.411, 875 e 9.599, respectivamente. Ou seja, as empresas internacionais apresentavam escala de produção quase quatro vezes maior que as nacionais privadas. O segundo indicador, de estoque de capital fixo por trabalhador, possui os valores, 211, 102 e 447, na mesma ordem. 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 e não há liderança estrangeira nos mercados competitivos com baixa concentração (Possas, 1998, p. 35). Frisa-se 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 indicação da centralidade do problema da falta de alavanca financeira para as empresas privadas nacionais no processo de industrialização.

Mesmo sendo cauteloso quanto a não subestimar a presença das empresas nacionais privadas no país, a conclusão de Possas é inequívoca:

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).

Coutinho e Belluzzo (1980) buscam demonstrar analiticamente porque as empresas privadas nacionais ocupam essa posição subordinada, no caso do setor de bens de produção. Segundo estes autores, em primeiro lugar, as empresas estrangeiras concentram o núcleo tecnológico avançado do setor de bens de produção industrial e abre assim um hiato em relação às empresas nacionais dos subsetores no interior deste 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, o

que “impõe um caráter instável e limitado ao processo de monopolização do capital privado nacional” (Coutinho e Belluzzo, 1980).

Há duas contribuições no interior da teoria neoclássica que corroboram os argumentos apresentados sobre a distinção das interações financeiro-produtivas, mas com foco nas diferenças 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 mercado 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.

No Brasil, as empresas industriais privadas eram menores que as estrangeiras líderes setoriais, gerando uma maior assimetria entre essas empresas em relação à 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) tratando do fracasso de reformas financeiras liberais em países subdesenvolvidos enfatiza 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 na determinação das características do mercado de crédito e as peculiaridades dos países subdesenvolvidos.

Portanto, 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 não se encontra exclusivamente nas características internas do setor financeiro, mas nas características marcantes do processo econômico brasileiro no que se refere à posição subordinada dos capitais privados nacionais. O setor produtivo não é 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 no Brasil e em outros países.

Não funciona 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, *bank-based* e *market-based*, proposta por Zysman (2018), vê-se a peculiaridade do caso brasileiro. No Brasil, até os anos 1960, o mercado de capitais não existia e os empréstimos bancários se concentravam no curto prazo. Quando o mercado de capitais é criado, este não ocupa a função de prover *funding*. 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 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 aquele autor, não possui o setor industrial privado nacional como locomotiva do desenvolvimento, caso em que seria dotado das características que atrairiam o setor financeiro privado para financiar seu crescimento e assim apropriar-se de parte dos lucros gerados. É agravante o fato de que a grande presença das multinacionais nas posições de liderança faz com que parte significativa dos lucros gerados na economia não seja direcionada para o sistema financeiro nacional e, portanto, não contribua para a expansão do sistema de crédito local⁶.

Nos países periféricos, o funcionamento da economia é mediado pela relação estabelecida com o centro capitalista, que condiciona o desenvolvimento interno da periferia. Em particular, o setor bancário nos países subdesenvolvidos assumiria maiores riscos ao se associarem aos capitais industriais locais que não possuem tecnologia e nem escala para abrir novos mercados, os quais os bancos hipoteticamente teriam acesso. Logo, o problema da estrutura de financiamento do Brasil está

⁶ 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 fornecidas pelo Estado brasileiro muito favoráveis. Sobre isto ver Gennari (1997) e Loureiro (2016).

associado não somente às questões financeiras e monetárias, mas também à estrutura produtiva do país e suas idiossincrasias. Uma estrutura produtiva subordinada gera uma estrutura financeira alienada das necessidades da acumulação; do outro lado da moeda, uma estrutura financeira alienada dificulta que a estrutura produtiva supere sua subordinação. É preciso romper o círculo vicioso e espontâneo do 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 são o núcleo definidor dos rumos da economia. E, como mostra Zysman (2018), as decisões de ofertar crédito de longo prazo envolve maiores riscos para os bancos e a necessidade de se avaliar a capacidade de pagamento da empresa demandante de crédito por meio da projeção de sua posição competitiva futura. Portanto, para o setor bancário privado brasileiro se associar a uma empresa privada nacional, seria preciso avaliar se a tendência da indústria liderada por empresas estrangeiras, cuja estratégia é global e não local, seria capaz de sustentar o plano de investimento da empresa nacional de modo que a aposta desta empresa seja sancionada pelo mercado e ela tenha capacidade de pagamento do empréstimo, a partir dos lucros futuros projetados. Ou seja, o cálculo é mais complexo e incerto 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 a longo prazo de livre e espontânea vontade para a indústria nacional subordinada.

Isto é radicalmente diferente do desenvolvimento do “capital financeiro” em que os bancos tinham interesses em controlar os negócios de grandes empresas em franca expansão nacional e internacional. No Brasil, as empresas estrangeiras tinham suas próprias formas de financiamento no mercado internacional e as empresas nacionais estavam restritas aos limites da expansão geral do sistema, no máximo disputavam com as multinacionais a liderança de alguns setores.

Ainda na fase da industrialização, as tentativas do governo brasileiro para incentivar os bancos ao financiamento do desenvolvimento sem, contudo, retirar-lhes autonomia 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 a orientação. O governo passa a promover a oligopolização do sistema bancário com o objetivo de dotar os bancos de maior poder, esperando que assim eles se direcionariam para o financiamento do desenvolvimento. O resultado esperado também não ocorreu.

Um setor bancário oligopolizado, diante de um setor industrial que não é o núcleo da acumulação no país, tornou-se mais poderoso na determinação das condições do mercado de crédito. Sem um fortalecimento do setor industrial correspondente, a concentração no setor bancário levou a uma maior assimetria de poder, portanto dificultando ainda mais que o setor industrial e o Estado conduzissem o setor bancário à conglomeração financeiro-industrial. Seja na opção pela segmentação do PAEG ou pela concentração bancária, não se tocou no fundamental que era o controle privado da alocação do crédito, diante da incapacidade do setor industrial de atrair os bancos para o financiamento do longo prazo. Controle este que foi bastante reduzido, em graus distintos, nas experiências de outros países. Ou seja, a concentração 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.

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 privados ampliaram seu poder de mercado em relação às empresas não financeiras e, assim, acentuou-se ao invés de se reduzir, a assimetria na disputa intercapitalista no mercado de crédito.

A respeito dos limites do mecanismo de mercado para gerar o resultado socialmente necessário para o financiamento do desenvolvimento, vale acrescentar a reflexão de Napoleoni (1979) acerca 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 imporia a cada uma das decisões mais importantes um coeficiente de risco tal que tornaria tais decisões completamente destituídas de qualquer conveniência [...]” (Napoleoni, 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 que, dada a estrutura produtiva no Brasil, é economicamente inviável para o setor financeiro privado se articular ao setor industrial, segundo os requisitos necessários para impulsionar o desenvolvimento. Vale dizer, as declarações dos banqueiros, recolhidas por Macarini (2007), relutantes em realizar a conglomeração financeiro-industrial espontaneamente, faziam 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 era incapaz de gerar a decisão globalmente necessária. A planificação da estrutura de financiamento estava inscrita na ordem das necessidades do desenvolvimento das forças produtivas da economia brasileira.

4 Continuidade das raízes do padrão de interação financeiro-produtiva na economia brasileira

A abordagem apresentada na seção anterior se baseia nas características da industrialização brasileira que compreende o período entre meados do século XX e o final da década de 1970. Portanto, para que seja possível afirmar que esta abordagem é útil para explicar a baixa participação do setor financeiro privado no financiamento de longo prazo no Brasil atual, é necessário verificar se aquelas características ainda estão presentes na economia brasileira. Esta seção discutirá brevemente sobre isso.

O 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 no território brasileiro. Portanto, verificar se esta característica continua presente é pré-condição para se defender a atualidade da explicação proposta.

Sarti e Laplane (2002) apresentam uma análise detalhada sobre a presença de empresas estrangeiras na economia brasileira nos anos 1990. Os autores mostram que ocorre um forte crescimento do IDE no Brasil entre 1996 e 2000. De 1990 e 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 subdesenvolvidos 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. No interior da Indústria de Transformação, as empresas estrangeiras se destacam nos setores Automobilístico, Química, Alimentos e Bebidas, Equipamentos de Comunicações e Máquinas e Equipamentos (Sarti e 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 em aquisição de empresas nacionais para conquistar participação no mercado interno, ou seja, ocorreu sobretudo desnacionalização patrimonial (Cassiolato *et al.*, 2014).

Nesse período também há um crescimento da presença de empresas 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, Bamerindus (privado) e 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, o que reforça o elevado poder econômico do setor bancário privado nacional construído ao longo das décadas anteriores.

Na primeira metade dos 2000, conforme também mostra Cassiolato *et al.* (2014), os setores de média e alta intensidade tecnológica (IT) no Brasil eram dominados por empresas estrangeiras 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).

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. Também 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 a presença das empresas estrangeiras na estrutura produtiva existente no Brasil. A isso se soma a regressão precoce da Indústria de Transformação no país, reforçando a heterogeneidade entre empresas nacionais e estrangeiras. Portanto, as características estruturais da economia brasileira que condicionaram enormemente a forma assumida pelas interações financeiro-produtivas a partir da década de 1960 ainda existem e se ampliaram. Desse modo, a abordagem proposta mantém na atualidade os pilares que a sustentam.

Conclusão

Este artigo buscou propor uma nova abordagem explicativa para o problema do baixo envolvimento do setor financeiro privado no financiamento do desenvolvimento no Brasil. Baseando-se na abordagem de Marx sobre a relação entre setor financeiro e não financeiro no mercado de crédito e nos estudos históricos de Gerschenkron, Hilferding e Zysman, argumentou-se que a posição subordinada das empresas privadas nacionais no processo de industrialização do Brasil foi fator decisivo para a forma assumida pelas relações financeiro-industriais no país. Mostrou-se também que

a elevada e disseminada presença de grandes empresas estrangeiras na estrutura produtiva doméstica é ainda uma característica marcante da economia brasileira, de modo que as raízes do padrão específico de interação financeiro-produtiva se mantêm na atualidade.

Considera-se que a conclusão principal que emerge desta investigação é relativamente simples: a coordenação estatal do mercado de crédito e, de modo mais geral, da estrutura nacional de financiamento do desenvolvimento, é um desdobramento lógico e histórico dos determinantes da forma que as interações financeiro-produtivas assumiram no país. Essa conclusão é relativamente simples, pois é fato consolidado o papel decisivo desempenhado pelo Estado no financiamento de longo prazo no país, no passado e no presente. Deste modo, a contribuição principal do artigo é apresentar uma abordagem que alicerce teórica e historicamente este papel do Estado brasileiro na atualidade.

Como desdobramento, chega-se a uma segunda conclusão relevante. As medidas e reformas do setor bancário e financeiro realizadas no país desde os anos 1990 que buscaram afastar o Estado do mercado de crédito, ampliar o poder dos bancos privados e agentes financeiros nacionais e internacionais como caminho para aumentar a oferta de fontes privadas de financiamento de longo prazo fracassaram pois estavam justamente ampliando o problema da assimetria de poder econômico e institucional entre setor financeiro e setor não financeiro no mercado de crédito, ao invés de reduzi-lo.

De outro lado, o conjunto de medidas realizadas pelo governo brasileiro entre a eclosão da crise financeira global em 2007/2008 e meados da década de 2010 no sentido de ampliar a presença dos bancos públicos e alterar as condições de oferta no mercado de crédito atingiram a espinha dorsal que sustenta o elevado controle privado das interações financeiro-produtivas no país. Não por acaso, a reação dos agentes financeiros privados a essas medidas foi de violenta oposição, alcançando nos anos seguintes uma ação governamental de retração da presença do Estado no mercado de crédito, sobretudo, de longo prazo.

REFERÊNCIAS

ALLEN, F. *et al.* How Important Historically Were Financial Systems for Growth in the U.K., U.S., Germany, and Japan? 2010. Disponível em SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1701274>

ALMEIDA, J. S. G. *et al.* Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. In: CINTRA, M. A. M.; SILVA FILHO, E. B. DA (Eds.). **Financiamento das Corporações**. Brasília: IPEIA, 2013. p. 15–68.

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

- ARAÚJO, V. L. A macroeconomia do governo Costa e Silva (1976-1969). Em: ARAÚJO, V. L. DE; MATTOS, F. A. M. DE (Eds.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. 1. ed. São Paulo: Hucitec Editora, 2021b.
- ARGITIS, G. Intra-capitalist Conflicts, Monetary Policy and Income Distribution. **Review of Political Economy**, v. 13, n. 4, p. 453–470, out. 2001.
- BECK, T. Finance for development: a research agenda. **DEGRP Research Report**. 2013.
- BORGHI, R. A. Z. Globalisation and Economic Development: The Brazilian Experience Regarding the Expansion of Transnational Corporations. 41st Brazilian Conference on Economics. ANPAC. **Anais**, 2013.
- CASSIOLATO, J. E. *et al.* Transnational Corporations and the Brazilian National System of Innovation. Em: IDRC (Ed.). **Transnational Corporations and Local Innovation**. 1. ed. Ottawa: Routledge India, 2014. p. 68–132.
- CASTRO, L. B. DE. Financiamento do desenvolvimento: experiência comparada Brasil-Coreia (1950-1980). **Revista do BNDES**, v. 32, p. 5–45, 2009.
- CAVALCANTE, A. O financiamento do desenvolvimento sustentável. Em: ALBUQUERQUE, E. M.; ANDRADE, M. V. (Eds.). **Alternativas para uma crise de múltiplas dimensões**. Belo Horizonte: Cedeplar, 2018.
- CAVALCANTE, A. M.; MENDONÇA, M. Fragilidade financeira do setor bancário brasileiro. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, 2019.
- CHANG, H.; ANDREONI, A. Industrial policy in the 21st century. **Development and Change**, v. 51, n. 2, p. 324–351, 2020.
- 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.
- DINIZ, C. C. Corrida científica e tecnológica e reestruturação produtiva: impactos geoeconômicos e geopolíticos. **Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais**, v. 21, n. 2, p. 241–257, 2019.
- FREITAS, C. P. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. **Economia e Sociedade**, v. 6, n. 1, p. 51–83, 1997.
- FURTADO, J. **Para um novo desenvolvimento, um novo BNDES**. São Paulo: IEDI, 2018.
- GENNARI, A. **A nação e o capital estrangeiro**: um estudo sobre a lei de remessa de lucros no governo de João Goulart. Tese Doutorado em Ciências Sociais. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.
- GERSCHENKRON, A. **Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays**. Cambridge, Massachusetts: Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- HILFERDING, R. **Finance capital**: a study of the latest phase of capitalist development. London: Boston: Routledge & Kegan Paul, 1981.
- KEYNES, J. M. A teoria ex ante da taxa de juros. In: **Clássicos da Literatura Econômica**, Rio de Janeiro: IPEA, 3ed., p. 85-96, 2010.
- KOHLI, V. A Historical Perspective on the Role of Stock Markets in Economic Development. **Economic and Political Weekly**, v. 47, n. 36, 2012.
- LEE, C. 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.
- LESSA, C. **A estratégia de desenvolvimento, 1974/76**: sonho e fracasso. Campinas: Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia, 1998.
- LOUREIRO, F. 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.
- MACARINI, J. P. A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967-1973). **Economia e Sociedade**, v. 16, n. 3, p. 343–369, dez. 2007.
- MARX, K. **O capital-Livro 3: Crítica da economia política**: o processo de circulação do capital. São Paulo: Boitempo Editorial, 2017.
- MORCEIRO, P. C. **Desindustrialização na economia brasileira no período 2000-2011**: abordagens e indicadores. São Paulo: Cultura Acadêmica, 2012.
- MORTIMORE, M. The impact of TNC strategies on Development in Latin America and the Caribbean. In: VELDE, D. W. (editor), **Foreign Direct Investment, Income Inequality and Poverty**: Experiences and Policy Implications. London: Overseas Development Institute, p. 63–88, 2004.
- NAPOLEONI, C. **O pensamento econômico do século XX**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1979.
- PATRÍCIO, I.; D'OLIVEIRA, N. V. L. C. Governo Castello Branco (1964-1966): ditadura, ortodoxia e reformas. Em: ARAUJO, V. L. DE; MATTOS, F. A. M. DE (Eds.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. 1. ed. São Paulo: Hucitec Editora, 2021.
- PETRELLI CORRÊA, V.; ALMEIDA FILHO, N. 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.
- POSSAS, M. L. Empresas Multinacionais e Industrialização no Brasil. Em: **Desenvolvimento Capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. Vol. 2. 4. ed. Campinas: IE - Unicamp, 1998.
- PRATES, D. M. Bancos e ciclo de crédito: da estabilização à crise financeira. **Sistema Financeiro e desenvolvimento no Brasil do Plano Real à crise financeira**. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda, p. 129–159, 2010.
- RANGEL, I. A questão financeira. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 1, n. 1, p. 31-9, 1981.
- ROCCA, C. **Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais**. São Paulo: IEDI, 2018.
- SANT'ANNA, A. A. Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2007. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLE, B. B. (Eds.). **Ensaio sobre economia financeira**, v. 1. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.
- SARTI, F.; HIRATUKA, C. Desempenho recente da indústria brasileira no contexto de mudanças estruturais domésticas e globais. **Texto para discussão**, n. 290, p. 1–38, 2017.
- SARTI, F.; LAPLANE, M. F. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1, p. 63-94, 2002.
- STIGLITZ, J. E. Markets, Market Failures, and Development. **American Economic Review**, p. 197–203, 1989.
- STUDART, R. **Investment Finance in Economic Development**. 1 ed. London: Routledge, 1995.
- TAVARES, M. DA C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira**. 11. ed. Rio de Janeiro: Zahar, 1983.
- TAVARES, M. DA C. **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira**. Campinas, SP: Unicamp, 1998.
- TAVARES, M. DA C. Império, território e dinheiro. In: FIORI, J. L. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, p. 449–489, 1999.

TORRES FILHO, E. T. **O Crédito Corporativo de Longo Prazo em uma encruzilhada onde estamos e para onde podemos ir?** São Paulo: IEDI, p. 1–37, 2017.

TORRES FILHO, E. T. **O BNDES em uma encruzilhada:** como evitar sua desmontagem. São Paulo: IEDI, 2018.

ZYSMAN, J. **Governments, markets, and growth:** financial systems and the politics of industrial change. Ithaca and London: Cornell University Press, 2018.