

O Papel da Taxa de Juros sobre as Empresas Não Financeiras no Brasil: Uma faca de dois gumes

*João Vicente Manna

Área 2 – Economia Política

Resumo

As consequências do histórico de altas taxas juros no Brasil são objeto de estudo de diferentes análises econômicas. Grande parte destas análises ressalta o papel de destaque que o setor financeiro pode ganhar, apontando como agentes econômicos de fora do setor financeiro se envolvem cada vez mais em negócios financeiros. Em um contexto econômico onde se destacam as altas taxas de juros, analisar a influência da política monetária e dos juros sobre as empresas não financeiras é fundamental para compreender melhor de que forma se dá a interação entre a esfera produtiva e a esfera financeira. O presente trabalho faz um estudo a respeito do papel dos juros sobre as empresas não financeiras brasileiras mostrando que – ao analisar-se os diferentes canais de transmissão da política monetária – pode-se apontar uma inconsistência na atitude da classe produtiva buscar ser parte de uma coalizão de interesses financeiro-rentistas que busca a manutenção de uma taxa de juros em níveis elevados.

Palavras-chave: financeirização; taxa de juros; lucro financeiro; nexos investimento-lucro.

Classificação JEL: E12, E43, E44.

The Role of Interest Rates on Non-Financial Companies in Brazil: A double-edged sword

Abstract

The consequences of the history of high interest rates in Brazil are the subject of different economic analyzes. Most of these analyzes highlight the prominent role that the financial sector can play, pointing out how economic agents from outside the financial sector are increasingly involved in financial business. In an economic context where high interest rates stand out, analyzing the influence of monetary policy and interest on non-financial companies is essential to better understand how the interaction between the productive and financial spheres takes place. The present work makes a study about the role of interest on Brazilian non-financial companies showing that – by analyzing the different channels of transmission of monetary policy – one can point out an inconsistency in the attitude of the productive class seeking to be part of a coalition of financial-rentier interests that seeks to maintain an interest rate at high levels.

Keywords: *financialization; interest rate; financial profit; investment-profit nexus*

JEL classification: *E12, E43, E44.*

* Doutorando em Economia da Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis da Universidade de São Paulo – FEA/USP. E-mail: joao.manna@usp.br.

1. Introdução

O presente trabalho busca aprofundar a análise dos efeitos da taxa de juros na economia brasileira, mais especificamente, o efeito dos juros sobre as empresas não financeiras brasileiras. A análise realizada neste trabalho permite levantar uma interessante hipótese sobre o papel dos juros nas empresas não financeiras no Brasil (e que merece um estudo mais aprofundado em uma agenda de pesquisa, como será especificado ao longo do trabalho): em nível macro, as empresas não financeiras brasileiras parecem apresentar uma neutralidade em relação à política monetária. Em geral, espera-se que elevações na taxa de juros tenham um impacto negativo sobre a atividade das empresas não financeiras, por aumentarem o custo de financiamento destas empresas (enquanto espera-se um efeito contrário no caso de quedas na taxa de juros). Porém, o caso brasileiro parece mostrar um comportamento diferente das firmas em relação aos juros.

A hipótese de neutralidade à política monetária levantada neste trabalho merece destaque no debate econômico a respeito da economia brasileira, onde diversas vezes sua taxa de juros historicamente alta é analisada, destacando a sua condição de importante fonte de ganhos financeiros. Muitos estudos ressaltam o impacto significativo dessa fonte de ganhos financeiros sobre a esfera produtiva, onde os ganhos elevados proporcionados por altas taxas de juros propiciam uma diminuição de acumulação de capital ao atrair recursos para a especulação financeira, via taxa de juros, no lugar da realização de investimentos. Uma neutralidade das empresas não financeiras em relação à política monetária lança luz sobre esta questão abrindo margem para a interpretação de que em nível macro, ao menos no que tange ao setor produtivo, a taxa de juros como fonte de rendimentos parece não ser uma atividade tão lucrativa quanto era de se esperar, dadas as altas taxas de juros observadas no período histórico recente da economia brasileira.

Dado esse *tradeoff* clássico entre esfera financeira e esfera produtiva – o *tradeoff* entre especulação financeira via mercado monetário (rentismo) e investimento – o presente trabalho estabelece sua análise fortemente apoiado na literatura que trata a respeito da discussão sobre financeirização no Brasil e em âmbito internacional. O conceito de financeirização pode ser definido como: “*the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international levels*” (Epstein, 2005, p. 1, *apud* Bonizzi, 2013, p.84). No presente trabalho, considera-se fortemente a mudança do comportamento das empresas não financeiras em um contexto de financeirização. Como posto por Lavoie (1992, p. 106, *apud* Hein e van Treeck, 2010b, p. 5), em firmas não afetadas pelo processo de financeirização: “*growth is the objective, and profits are the means to realize this objective*”. Em contraste, “*in the new institutional configuration of financialization, it is often deemed that profits are no longer a means to an end but have become an end in themselves*” (Dallery, 2009, p.495).

O trabalho se apoia nessa literatura uma vez que a hipótese de financeirização é uma das que podem explicar uma possível coalizão entre a classe produtiva e a classe rentista no Brasil, com o mercado financeiro tendo importância crescente nas atividades da classe produtiva nas últimas décadas. Ao analisar mais profundamente o papel dos juros sobre as atividades das empresas não financeiras brasileiras – buscando compreender melhor de que forma esse aspecto da esfera financeira age sobre as empresas do setor produtivo no Brasil – é que foi possível chegar a essa hipótese da neutralidade das empresas não financeiras em relação às mudanças na taxa de juros estabelecida pelo Banco Central (que apesar de, no geral, se apresentar em níveis reais elevados nas últimas décadas, apresenta variações).

Como apontado por Bresser-Pereira *et al.* (2020), observa-se um descolamento entre a acumulação de capital fixo e a acumulação financeiro-rentista no Brasil nas últimas duas décadas, sendo de se esperar que o nível da taxa de juros fosse importante para a questão da lucratividade via especulação com juros por parte do setor produtivo. Dado esse descolamento

destacado por Bresser-Pereira *et al.* (2020), parece haver um deslocamento de parte dos recursos do setor produtivo para o setor financeiro-rentista. Entretanto, como será apresentado adiante, os resultados líquidos entre gastos e ganhos com juros nas empresas não financeiras brasileiras, em nível agregado, não apontam para um aumento ou diminuição na lucratividade dos negócios envolvendo juros no período 2000-2017.

Como ressaltado, por Singer (2015), as empresas não financeiras, à medida que se envolvem cada vez mais no mercado financeiro, desejam ganhos cada vez maiores em especulações nesse mercado. Nessa busca por maiores ganhos, as altas taxas de juros destacadas por Bresser-Pereira *et al.* (2020) e Barboza (2015) poderiam ser sustentadas por uma coalizão de interesses financeiro-rentistas. Porém, como aponta Barboza (2015), essa mesma taxa de juros em níveis elevados, causa efeitos negativos nas empresas não financeiras por conta do canal do crédito como mecanismo de transmissão da política monetária.

Ao aumentar o custo de financiamento, os juros altos aumentam o custo do investimento das empresas não financeiras, dificultando a sua acumulação de capital fixo e a expansão de suas atividades. Como sintetizado por Durand e Gueuder (2016), a financeirização de empresas não financeiras é um fenômeno de duas faces: “*on the one hand, firms increase their payments to financial markets and institutions; on the other hand, firms accrue their profits through financial channels rather than through trade and production*” (Durand e Gueuder, 2016, p. 1). A hipótese de neutralidade das empresas não financeiras à política monetária parece justamente refletir a contradição que é o setor produtivo buscar fazer parte de uma coalizão financeiro-rentista.

Nas análises debatendo a financeirização no Brasil, no que tange às altas taxas de juros, costuma-se dar grande destaque aos ganhos provenientes da especulação via juros (Bruno e Caffé, 2015 e 2017; Bresser-Pereira *et al.*, 2020; Bresser-Pereira, 2017; Paulani, 2017). Porém, ao analisar o papel dos juros sobre as empresas não financeiras, cabe considerar-se outro importante canal de transmissão da política monetária: o canal do crédito. A hipótese levantada neste trabalho busca justamente se aprofundar na investigação da interação entre os ganhos com juros e os efeitos do crédito como canal de transmissão da política monetária sobre as empresas não financeiras brasileiras. Ao perceber-se uma certa neutralidade dessas empresas em relação à política monetária, os efeitos da taxa de juros na economia brasileira parecem apresentar uma dinâmica diferente de outros países, como os EUA, por exemplo.

Nos EUA, o canal do crédito tem grande destaque nas análises dos mecanismos de transmissão da política monetária. Trabalhos como o de Bernanke e Gertler (1995) destacam como as variações no custo do crédito tem forte impacto sobre as famílias e sobre as firmas, afetando suas posições financeiras. No caso das firmas norte-americanas, um aumento da taxa de juros (por exemplo) pode ter um importante efeito sobre o fluxo de caixa destas, piorando sua posição financeira e sua capacidade de arcar com os seus compromissos financeiros. Bernanke e Gertler (1995) destacam justamente como um aumento na taxa de juros gera um *corporate cash squeeze*, numa dinâmica muito semelhante ao de deterioração financeira esperado no caso de um ciclo minskyano de instabilidade financeira, ao aumentar-se o custo de financiamento dos agentes econômicos (Minsky, 2008)¹.

Talvez por esse papel de destaque que o canal do crédito tem nos impactos da política monetária dos EUA sobre as firmas, os trabalhos a respeito do processo de financeirização nos EUA destacam como principais canais relacionados aos ganhos financeiros das firmas, canais ligados ao mercado acionário: os dividendos e as recompras de ações. Os estudos ligados à financeirização nos EUA, destacam mais os ganhos financeiros relacionados a estes dois canais do mercado financeiro que ganhos provenientes de juros. Dada a importância que o custo do crédito parece ter na economia norte-americana, os ganhos financeiros característicos de um

¹ Para mais sobre a dinâmica de ciclo minskyano, ver Minsky (2008).

processo de financeirização se mostram sob a perspectiva de uma *shareholder value orientation*, como destacado em diversos trabalhos (Lazonick e O' Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004; Lavoie, 2008; Hein, 2010; Hein e van Treeck, 2010a e 2010b; Davis, 2017 e 2018).

Análises para os EUA (e outros países desenvolvidos) apontam para uma mudança no comportamento das empresas não financeiras sob processo de financeirização, onde uma consequente desconexão entre lucros e acumulação de capital deu origem à *shareholder value orientation*, termo utilizado para definir uma dinâmica onde o poder dos acionistas teria reestruturado as atividades de empresas não financeiras. Essa dimensão da financeirização está, portanto, altamente ligada ao papel do mercado de ações: a valorização do preço das ações e a distribuição de dividendos tornam-se fundamentais no processo de tomada de decisão das empresas e na escolha de portfólio.

Por outro lado, inserido numa perspectiva focada na economia brasileira, o trabalho a seguir se desenvolve de maneira a se aprofundar na análise do papel dos juros sobre as empresas não financeiras brasileiras, mostrando papel o contraditório que essas firmas parecem assumir ao tentarem integrar uma coalizão de interesses financeiro-rentistas. Com a hipótese de neutralidade à política monetária levantada ao longo do trabalho, fica claro que, além da questão dos ganhos com juros (muitas vezes tônica nos debates sobre financeirização no Brasil), a questão do crédito como mecanismo de transmissão da política monetária também se mostra de grande importância para compreender melhor como a política monetária afeta (ou não) as empresas não financeiras brasileiras. Assim, cabe investigar mais a fundo como se dá a interação entre os ganhos com juros e o canal do crédito nas empresas não financeiras do Brasil, compreendendo melhor o papel dos juros na escolha de portfólio e na estrutura de financiamento destas.

2. Os juros no Brasil

Apesar de possuir diferentes abordagens teóricas (como a marxista, a pós-keynesianas e a regulacionista), a literatura recente sobre financeirização nos países em desenvolvimento tem um aspecto comum: o importante papel atribuído à renda dos juros. Devido a fatores como a falta de autonomia da política monetária e a dificuldade de controlar a inflação em meio a ameaças de fuga de capitais, muitos países em desenvolvimento são caracterizados por altos níveis de taxas de juros (Bonizzi, 2013). Assim, é possível estabelecer-se uma diferença potencial entre o processo de financeirização nas economias desenvolvidas e em desenvolvimento: enquanto nas economias desenvolvidas, a financeirização ocorre principalmente por meio do mercado de ações (apoiadas na *shareholder value orientation*), em determinadas economias em desenvolvimento, o mercado monetário pode ter grande destaque, em um contexto de altas taxas de juros.

Numa perspectiva de economia sob *shareholder value orientation*, Hein e van Treeck (2010a) esperam que dois canais diferentes emergjam: (i) o “*finance channel*”, através do qual uma maior distribuição de lucros para acionistas impacientes reduz a acumulação de capital pelas firmas e sua dependência em emitir novas ações para financiar o investimento, com as empresas podendo se envolver em recompras de ações devido ao aumento da quantidade de dividendos necessários para a operação da firma; (ii) o “*preference channel*”, através do qual surge uma diminuição da preferência por crescimento na tomada de decisão dos gestores das firmas, como resultado da rentabilidade de curto prazo exigida pelas operações relacionadas ao mercado de ações. Esse comportamento curto prazista por parte das empresas não financeiras ligado ao “*preference channel*” se enquadra no conceito que Davis (2018) denomina como “*corporate myopia*”, conceito utilizado pela autora para definir o aumento do poder de acionistas pautados em objetivos de ganhos no curto prazo relativamente aos objetivos de longo

prazo das firmas – quadro típico de mercados de ações altamente financeirizados marcados por ganhos elevados obtidos a partir de dividendos.

Com relação à experiência brasileira, Bruno e Caffé (2015) ressaltam o papel dos juros no processo de financeirização, ao mesmo tempo em que apontam a adoção de arranjos institucionais específicos e políticas econômicas que poderiam ter contribuído para manter as taxas de juros em níveis elevados. Como enfatiza Bresser-Pereira *et al.* (2020), pode-se identificar uma persistência histórica de altas taxas de juros reais no Brasil que poderiam estar associadas a uma convenção de política monetária conservadora. Indo além, Bresser-Pereira *et al.* (2020) consideram que uma coalizão financeiro-rentista teria capturado a política econômica, de maneira a proteger seus interesses em manter as taxas de juros em níveis elevados, aumentando assim a dificuldade de controlar a dívida pública.

Uma forma alternativa, mas não exclusiva, de entender a persistência das altas taxas de juros no Brasil diz respeito ao papel da liberalização financeira e à falta de autonomia dos Bancos Centrais na periferia em um contexto de potenciais fugas de capital e pressões inflacionárias de desvalorizações cambiais (Rey, 2014). Sem entrar no debate sobre as causas da persistência de altas taxas de juros no país antes e depois da adoção do regime de metas de inflação em 1999, é evidente que esse canal pode ter desempenhado um papel restringindo investimentos produtivos e facilitando a especulação financeira. Ao analisar dados do Banco Central do Brasil (BCB), mostra-se como o rendimento dos juros se tornou a fonte mais importante de ganhos financeiros no sistema financeiro brasileiro no período 1995-2007 (Brunno e Caffé, 2015).

Brunno e Caffé (2017) chegam até a utilizar o termo “financeirização usurária”² para definir esse papel de destaque que os rendimentos com juros vêm ganhando no processo de financeirização brasileiro, diferentemente do papel que esse tipo de ganho financeiro costuma ter em países desenvolvidos – que costumam ter taxas de juros bastante baixas, dificultando o surgimento dessa modalidade de financeirização. Além disso, olhando para a distribuição dos detentores de títulos do Tesouro entre 1999 e 2012, Brunno e Caffé (2015) mostram que os fundos de investimento detêm 71-89% dessa forma de ativo financeiro, mas as empresas não financeiras detêm uma parcela substancial dos títulos públicos (10-19%).

Outro ponto que afeta as empresas não financeiras brasileiras é o fato de que as taxas potenciais de retorno sobre as quais essas empresas baseiam suas decisões de investimento são mais elevadas em economias financeirizadas do que em economias não financeirizadas. No caso das economias financeirizadas, os níveis de referência de rentabilidade das empresas são estabelecidos nos níveis que os mercados financeiros globais fornecem, ao invés de serem estabelecidos de acordo com as condições específicas de acumulação de capital industrial doméstico. Em geral, sob essas condições específicas de acumulação de capital industrial, as empresas poderiam operar a taxas de lucro significativamente menores. No entanto, dada essa “distorção” na tomada de decisão das firmas, grande parte dos recursos (poupança de negócios) que poderiam se tornar investimentos acabam sendo alocados em ativos financeiros (Brunno e Caffé, 2015).

De fato, um dos mecanismos convencionais de transmissão da política monetária – o canal de juros (Mishkin, 1995) – pode atuar como um canal de financeirização que afeta permanentemente o comportamento dos investimentos. Segundo a visão convencional sobre os canais de política monetária, uma política monetária contracionista (que implica em uma taxa de juros mais alta), diminui o nível de investimento devido tanto ao aumento do custo do capital quanto a um custo de oportunidade mais elevado gerado pelos potenciais ganhos de juros da realização de títulos de longo prazo.

² Para mais sobre o conceito de “financeirização usurária” ver Brunno e Caffé (2017).

De certa forma, a desaceleração do acúmulo de capital no Brasil e em outros países em desenvolvimento pode estar ligada a um efeito estrutural (não cíclico) desse canal de transmissão da política monetária: uma vez que as taxas de juros estão persistentemente em níveis elevados, as empresas não financeiras poderiam estar permanentemente sob um incentivo para alocar sua riqueza em capital financeiro e não em capital produtivo. Essa situação, portanto, exigiria taxas de lucro muito mais elevadas para que as decisões de investimento fossem tomadas de forma a não diminuir a acumulação de capital. Além disso, o papel da política monetária para a financeirização no Brasil também pode ser potencializado pela alta parcela dos títulos do Tesouro que têm seus rendimentos diretamente indexados à taxa de juros definida pelo Banco Central (Carvalho *et al.*, 2016).

Nesse contexto, é possível pensar na abordagem sobre a desaceleração da acumulação de capital no Brasil de maneira distinta da abordagem de *shareholder value orientation* e sua análise a respeito do *tradeoff* entre crescimento e lucros utilizada em países de alta renda. Enquanto esta última se relaciona com o papel da distribuição de dividendos e recompra de ações, a primeira estaria fortemente ligada à importância dos rendimentos de juros de ativos financeiros para empresas não financeiras. A importância da renda dos juros no processo de financeirização brasileiro parece estar relacionada ao efeito “*crowding out*” destacado por Davis (2017). Como apontado pela autora, talvez exista um efeito dos ativos financeiros expulsando o investimento em capital produtivo. Esse efeito *crowding out* estaria relacionado a dois aspectos: (i) os níveis das taxas de retorno de ativos financeiros e ativos reais e (ii) a incerteza da economia.

Esses dois aspectos poderiam inclusive atuar conjuntamente em um processo de financeirização. É claro que as empresas comparam a taxa de retorno sobre ativos financeiros e ativos reais, mas não é necessário que a taxa de retorno sobre os ativos financeiros seja maior do que a sobre os ativos reais para ocorrer um efeito *crowding out* sobre o investimento. Devido ao aspecto da incerteza, as empresas poderiam preferir alocar seus recursos em ativos financeiros do que em capital fixo, preferindo ativos mais líquidos do que um investimento menos reversível, em capital fixo. Como ressalta Davis (2017, p. 10, grifos da autora), a respeito dessa dinâmica: “*an excess of financial over real rates of return is not necessary for financial profitability to reduce investment rates; instead, a decline in the gap between real and financial profitability or an increase in uncertainty may be sufficient to depress investment*”.

Nesse sentido, Davis (2017, p.12) também destaca um ponto que é importante na discussão proposta no presente trabalho, quando discute algumas especificidades do efeito *crowding out* do processo de financeirização em países emergentes (e a importância da renda dos juros parece ser uma especificidade do caso brasileiro de financeirização, aparentemente relacionada a um *crowding out* do investimento em capital fixo) :

[...] *that the key mechanisms through which financialization is linked to changing investment behaviour are likely to vary across countries, in line with historical and institutional differences [...] as well as – within countries – both over time and by ‘types’ of firm (for example, those that are credit constrained versus those that are not)*

3. Juros, financeirização e as empresas não financeiras do Brasil

3.1. O papel dos juros na literatura empírica sobre financeirização

Nesta subseção, cabe resgatar de que maneira a questão dos juros vêm sendo abordada em trabalhos empíricos a respeito da financeirização na literatura internacional. Dessa maneira, é possível complementar a discussão feita até aqui, percebendo de que maneira análises para outros países trabalham com a questão dos juros em um contexto de financeirização, os quais motivaram o exercício empírico que o presente trabalho fará adiante. A seguir será possível perceber que, apesar da análise dos juros pelo lado dos ativos das firmas ter grande importância

e ser bastante abordada em trabalhos empíricos (tanto da literatura a respeito da economia brasileira, como visto anteriormente, quanto de estudos relativos a outros países), incluir a influência dos juros pelo lado dos passivos em exercícios empíricos pode permitir um enriquecimento dessa análise. Além disso, será apresentado também que outras variáveis de rendimentos financeiros são interessantes comparar aos rendimentos com juros (como é o caso dos dividendos), de forma que possibilite compreender melhor o comportamento dos juros dentro da escolha de portfólio e da estrutura de financiamento das firmas.

A partir desse resgate da literatura empírica sobre o papel dos juros em contextos de financeirização, foi possível estabelecer o exercício empírico feito na próxima subseção. No que tange a análises que destacam o papel dos juros no lado do passivo do balanço das firmas, Van Treeck (2008) investiga a proporção de pagamentos de dividendos e juros pelas firmas em relação ao seu estoque de capital (separadamente), em uma análise (em nível agregado) das firmas dos EUA no período 1965-2004. Orhangazi (2008) apresenta contribuições que investigam a proporção entre pagamentos financeiros – os quais englobam os pagamentos de juros, dividendos e as recompras de ações – e o estoque de capital das firmas. Tal investigação é feita, entretanto, a nível de firma, com base em dados dos EUA no período 1973-2003. Ainda tratando de trabalhos que investigam as despesas das firmas com juros, Onaran *et al.* (2011) analisa a proporção de pagamentos de dividendos, juros e outras formas de pagamentos a rentistas em relação ao crescimento do PIB – em uma análise em nível agregado para os EUA no período 1962-2007.

Adentrando na análise sobre o papel dos juros sobre a financeirização analisando-os pelo lado dos ativos, cabe resgatar importantes contribuições de Orhangazi (2008) – que também investiga os ganhos com juros por parte das firmas, além de suas despesas com juros – e Krippner (2005). Ambos os autores fazem uma análise da financeirização nos EUA, buscando captar em alguma medida a trajetória dos rendimentos com juros das empresas não financeiras do país nos períodos observados. Orhangazi (2008), ao analisar o efeito dos juros no processo de financeirização, encontra uma forte tendência de aumento da proporção de rendimentos provenientes de juros e dividendos em relação aos fundos internos das empresas não financeiras dos EUA (no período 1952-2003). Porém, o autor não desagrega os rendimentos financeiros obtidos pelas firmas entre ganhos com juros e ganhos com dividendos.

Se Orhangazi (2008) não discrimina a proporção de ganhos com juros e dividendos separadamente nos fundos das firmas norte-americanas, Krippner (2005) apresenta um tipo de análise importante para o objetivo do presente trabalho, traçando uma investigação das rendas de portfólio das empresas não financeiras dos EUA em nível mais desagregado. Krippner (2005) investiga justamente as variações nos *shares* dos tipos de rendimentos das empresas não financeiras – permitindo perceber de que maneira os ganhos com juros das firmas se comportam em relação aos outros ganhos destas (ganhos com dividendos e ganhos produtivos). Esta análise vai ao encontro do exercício empírico proposto neste trabalho, no sentido de também trabalhar de que maneira a parcela de rendimentos provenientes de juros varia dentro dos ganhos das empresas não financeiras ao longo do tempo.

Em sua análise a respeito dos *shares* dos rendimentos das empresas não financeiras dos EUA ao longo do período 1950-2001, Krippner (2005) chega à conclusão de que, nesse período, há um aumento dos ganhos com juros dentro da renda de portfólio das empresas não financeiras dos EUA. Esse aumento da renda dos juros mostra, sobretudo, ser resultado de uma compressão dos ganhos com dividendos por parte das firmas – se mostrando como uma alteração dentro da distribuição dos componentes financeiros da escolha de portfólio das empresas não financeiras norte-americanas. Cabe ainda trazer nesta seção, o trabalho de Demir (2009), que trabalha com a influência dos ganhos com juros no processo de financeirização de países em desenvolvimento – o autor analisa os casos de Argentina, México e Turquia, com dados do início dos anos 1990 ao início dos anos 2000.

Porém, como será visto adiante, essa perspectiva de financeirização de economias em desenvolvimento (e ganhos com juros dentro deste processo) se difere consideravelmente da perspectiva de financeirização da economia brasileira. Ao analisar Argentina, México e Turquia, Demir (2009) destaca que os ganhos provenientes de juros nessas economias é fundamentalmente resultado de ganhos de arbitragem, obtidos pela diferença entre a taxa de juros doméstica desses países e taxa de juros dos EUA. O autor aponta as altas taxas de juros reais como um fator para firmas preferirem investimentos de curto prazo, ligados a títulos públicos.

Em suma, Demir (2009) destaca a necessidade de financiamento do setor público como sendo um importante canal de financeirização dos países analisados, com as firmas atuando meramente com ganhos de arbitragem no mercado de crédito. As firmas tomam empréstimos no mercado internacional e compram títulos públicos (domésticos) que pagam taxas mais altas que o custo desses empréstimos. Segundo essa análise, o setor público dessas economias em desenvolvimento teria mais restrição de crédito que o setor privado (em função da existência de grandes déficits públicos nesses países), além destas economias serem marcadas por um maior grau de incerteza e risco. Seriam essas condições que possibilitariam o aumento dos ganhos financeiros das firmas, sobre *spreads* entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros dos EUA (dado o maior prêmio de risco que tem que ser abarcado pelas taxas de juros domésticas).

Feito esse importante resgate da literatura empírica a respeito da financeirização e sua relação com os ganhos de empresas não financeiras com juros (abordando casos dos EUA e de economias em desenvolvimento), cabe agora adentrar no caso específico de comportamento dos juros no processo de financeirização da economia em desenvolvimento que é foco do presente trabalho: a economia do Brasil. Para comparação, é feito um exercício empírico a partir de dados sobre os rendimentos das empresas não financeiras dos EUA e do Brasil nas últimas duas décadas – em um exercício com alguma semelhança ao feito por Krippner (2005) para os EUA –, captando os *shares* dos rendimentos dessas empresas entre dividendos e ganhos com juros. Entretanto, o exercício empírico a seguir contempla também dados sobre os gastos com juros e dividendos das empresas não financeiras desses dois países, buscando incorporar essa importante contribuição feita por outros trabalhos empíricos (Van Treeck, 2008; Orhangazi, 2008 e Onaran *et al.*, 2011).

3.2. Os juros nas empresas não financeiras brasileiras

O exercício empírico de analisar o comportamento de juros e dividendos nas empresas não financeiras no Brasil e nos EUA se faz relevante à medida que permite compreender melhor a relação de receitas e despesas dessas empresas em atividades relacionadas ao mercado financeiro, abrangendo tanto atividades ligadas ao mercado acionário quanto atividades relacionadas ao mercado monetário. Ao pensar-se na questão da acumulação de capital fixo pelas empresas não financeiras é fundamental considerar-se os padrões de financiamento assumidos pelas firmas (além de suas escolhas de portfólio). As firmas possuem duas opções para aumentar a captação de recursos, de maneira a expandir seus investimentos, visando aumentar a acumulação de capital: (i) tomada de empréstimos e (ii) emissão de ações.

Por conta disso, se faz relevante investigar as variáveis de juros e dividendos, uma vez que os compromissos com juros estão diretamente ligados à tomada de empréstimos e o pagamento de dividendos está diretamente ligado à emissão de ações – além das empresas obterem receitas com a compra de títulos e ações. Tanto o pagamento de juros quanto o pagamento de dividendos estão ligados a busca de recursos externos por parte das firmas, o primeiro, via obtenção de empréstimos e o segundo via emissão de ações. Com uma análise dos compromissos de pagamentos de juros e dividendos e das receitas obtidas com juros e dividendos no portfólio de ativos das empresas não financeiras, é possível levantar algumas

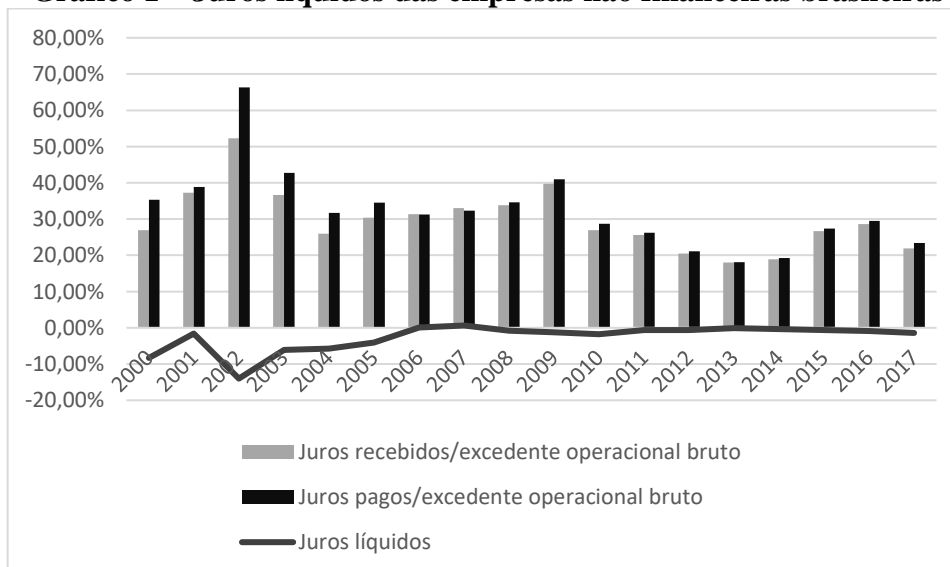
características sobre a estrutura de financiamento que as empresas não financeiras vêm tendo no Brasil e nos EUA nos últimos anos.

Ao fim desse exercício empírico é possível levantar algumas questões a respeito dos padrões de financiamento das empresas não financeiras no Brasil e nos EUA e sua relação com a acumulação de capital por parte dessas empresas. Esse exercício empírico utiliza a base de dados das Contas Econômicas Integradas (CEI), disponibilizadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), para a obtenção de dados das empresas não financeiras brasileiras. Os dados a respeito das empresas não financeiras norte-americanas foram obtidos da base do *Bureau of Economic Analysis (BEA)*. Essas duas bases fornecem dados adequados para o exercício proposto, uma vez que apresentam dados macro do balanço contábil das firmas brasileiras e norte-americanas com uma desagregação interessante entre alguns componentes de escolha de portfólio e de estrutura de financiamento destas.

Na base das CEI e na base do *BEA*, é possível obter dados relativos a juros e dividendos (separadamente) tanto pelo lado dos ativos quanto pelo lado dos passivos das empresas não financeiras. Dessa forma, é possível fazer uma boa investigação empírica a respeito do papel dos juros nas empresas não financeiras no Brasil e nos EUA, analisando gastos e rendimentos com juros, ao mesmo tempo em que é possível traçar uma comparação em relação ao papel dos dividendos nessas empresas. Assim, como suscitado pelos trabalhos abordados na subseção anterior, é possível fazer uma interessante análise se utilizando tanto de gastos quanto receitas do componente do mercado monetário (juros) e de um importante componente do mercado acionário (dividendos) no balanço das firmas ao longo das últimas duas décadas. Além disso, as CEI e o *BEA*, fornecem os valores do excedente operacional bruto das empresas não financeiras de Brasil e EUA (respectivamente), dado utilizado como base para a construção do indicador calculado no exercício empírico.

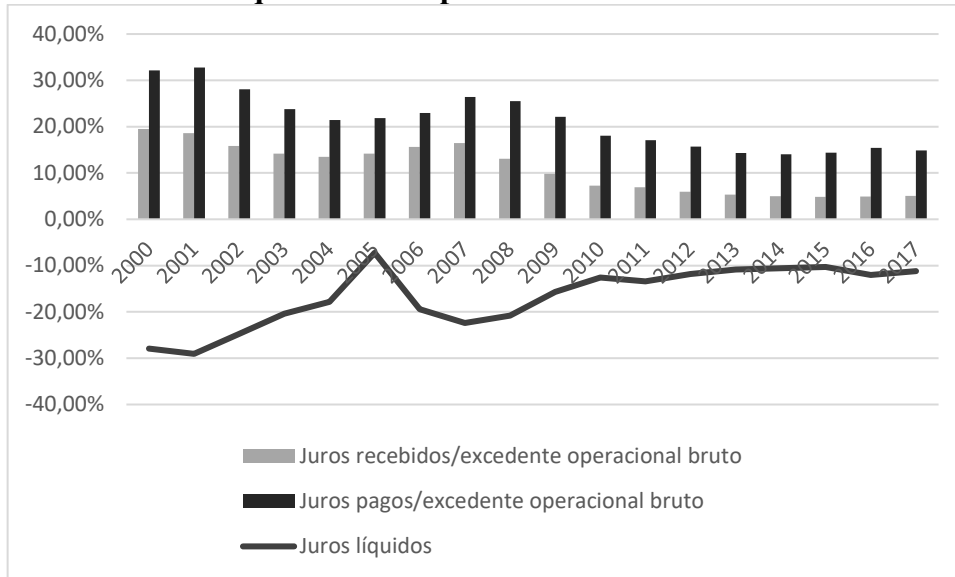
Uma vez que o foco do trabalho empírico e do presente trabalho é compreender mais a fundo o papel dos juros sobre as empresas não financeiras brasileiras, cabe começar a análise dos dados a partir de uma análise sobre os juros líquidos – o saldo líquido entre receitas e gastos com juros. A análise sobre o pagamento/recebimento líquido de juros é o que permite suscitar a hipótese de neutralidade das empresas não financeiras brasileiras à política monetária focada neste trabalho. De maneira a fazer a comparação citada anteriormente, são apresentados estes dados tanto para as empresas não financeiras brasileiras quanto para as empresas não financeiras norte-americanas nos gráficos a seguir.

Gráfico 1 – Juros líquidos das empresas não financeiras brasileiras



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE (2020).

Gráfico 2 – Juros líquidos nas empresas não financeiras norte-americanas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BEA (2020).

Ao analisar esses dados relativos aos juros, é possível perceber que tanto as empresas brasileiras quanto as empresas norte-americanas são pagadoras líquidas de juros. Porém, é interessante notar a diferença na trajetória de juros líquidos pagos pelas empresas não financeiras dos EUA e do Brasil. No período 2000-2017, é possível perceber uma tendência de alta no saldo de juros líquidos por parte das firmas norte-americanas, com o saldo negativo de juros líquidos diminuindo nesse período. Por outro lado, as firmas brasileiras mostram uma tendência de estabilidade em relação à trajetória de juros líquidos.

O saldo de juros líquidos das firmas norte-americanas sai de -27,90% no ano 2000 para -11,23% de seu excedente operacional bruto em 2017. Já as firmas brasileiras apresentam uma tendência de estabilidade, muito clara sobretudo no período 2006-2017, onde o saldo de juros líquidos varia do nível de 0,12% em 2006 para o nível de -1,45% em 2017. E é no período 2006-2017 que a série histórica das firmas brasileiras apresenta uma diferença interessante em relação à série das firmas norte-americanas: nesse período, o saldo de juros líquidos das firmas brasileiras se aproxima de zero, enquanto o saldo de juros líquidos da série histórica americana em momento algum é maior que -10%. Ou seja, a diferença entre os patamares do saldo líquido de juros das empresas não financeiras do Brasil e dos EUA é algo que se destaca.

É esse saldo de juros líquidos das empresas não financeiras brasileiras próximo de zero que é o resultado que mais chama a atenção na análise desses gráficos e que faz parecer que, sobretudo no período 2006-2017, as firmas brasileiras parecem se mostrar neutras a mudanças na política monetária. Por outro lado, as firmas norte-americanas se apresentam claramente como pagadoras líquidas de juros durante todo o período 2000-2017. Os dados para os EUA corroboram a perspectiva apontada por Bernanke e Gettler (1995), que destaca o canal do crédito como um mecanismo de transmissão da política monetária com grande peso na economia norte-americana. Os dados para as firmas norte-americanas parecem justamente ir ao encontro da ideia de que as mudanças na taxa de juros determinada pelo Fed são de fundamental importância, podendo provocar ou aliviar um *corporate cash squeeze* sobre as firmas.

No que tange à questão dos juros líquidos, também é interessante analisar diferenças de patamar entre EUA e Brasil. Nas empresas não financeiras norte-americanas, os menores níveis de saldo negativo de juros líquidos praticamente não ficam abaixo do nível de 10% de seu excedente operacional bruto – com apenas a exceção dos 7,24% em 2005. Nas empresas não financeiras brasileiras, o saldo negativo de juros líquidos praticamente não atinge o patamar de

10% de seu excedente operacional bruto (sendo sempre menores que esse percentual) – a única exceção são os 14,02% de 2002. Além disso, vale pontuar novamente a tendência à estabilidade do saldo de juros líquidos das empresas não financeiras brasileiras na última década. Na série histórica das empresas não financeiras brasileiras, observa-se uma estabilidade desse saldo líquido de juros em níveis próximos de zero já a partir do ano de 2006, e essa tendência se mantém até o ano de 2017.

Vale lembrar que apesar dessa diferença no patamar dos saldos de juros líquidos entre as firmas brasileiras e norte-americanas e no *corporate cash squeeze* destas, o canal do crédito parece ter um grande peso sobre os resultados das firmas desses dois países. Se nos EUA, como dito ao longo do trabalho, não é comum se esperar que as empresas não financeiras baseiem seus lucros financeiros fortemente nos juros, variações na taxa de juros parecem ter a capacidade de impactar fortemente na magnitude do seu saldo de juros líquidos. Aparentemente, o lado dos juros como custos para as empresas não financeiras norte-americanas se mostra consideravelmente com mais peso sobre o balanço destas do que o lado dos juros como fonte de rendimentos.

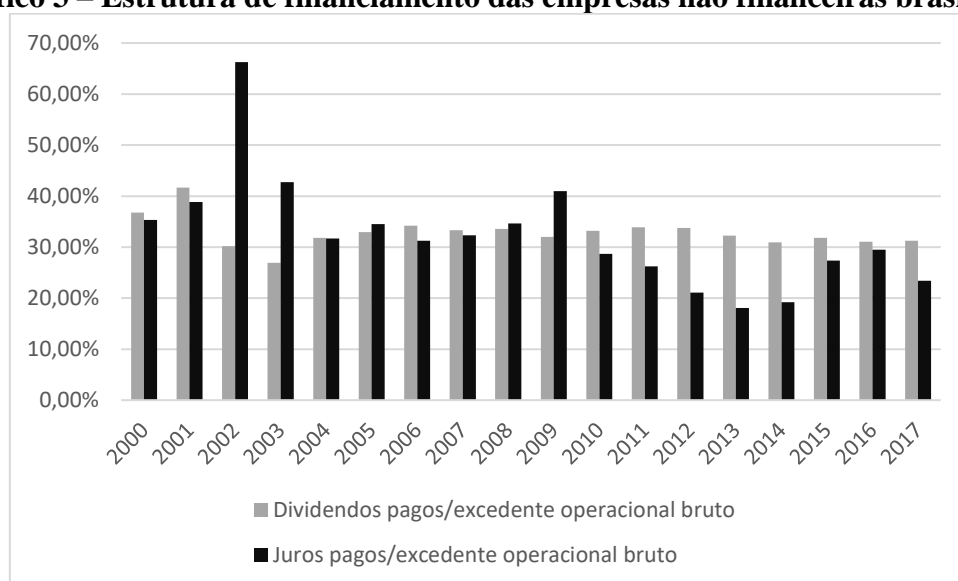
Por outro lado, no que tange ao papel dos juros sobre as empresas brasileiras, o canal do crédito como canal de transmissão da política monetária também parece ser bastante relevante para suas atividades. Porém, o peso dos custos com juros sobre o balanço das firmas brasileiras se apresenta de maneira distinta do peso destes custos sobre as firmas norte-americanas. Se nas firmas norte-americanas, a política de taxa de juros (dado o custo do crédito) parece influenciar consideravelmente em quanto estas firmas são pagadoras líquidas de juros, nas firmas brasileiras, o canal do crédito parece ter o potencial de anular os ganhos com juros.

Assim, os dados parecem indicar que tanto a sensibilidade das empresas não financeiras norte-americanas quanto a neutralidade das empresas não financeiras brasileiras a mudanças na política monetária são resultado de um mesmo fenômeno: a importância do canal crédito na transmissão da política monetária. Entretanto este fenômeno parece se mostrar de maneira distinta nessas duas economias justamente pela diferença entre os padrões de financeirização apresentados por cada uma delas. Para o caso brasileiro, grande parte da literatura destaca o grande potencial de ganhos que os juros representam para as empresas não financeiras (Bruno e Caffé, 2015 e 2017; Bresser-Pereira *et al.*, 2020; Bresser-Pereira, 2017; Paulani, 2017).

Sendo assim, a importância do canal do crédito sobre as firmas brasileiras se mostra justamente ao anular a possibilidade de altos ganhos líquidos com juros por parte destas. Ou seja, mostra-se justamente a contradição suscitada por Singer (2015) e Barboza (2015) da classe produtiva buscar fazer parte de uma coalizão financeiro-rentista. Por outro lado, numa perspectiva alinhada ao conceito de *shareholder value orientation* – tida como típica do processo de financeirização dos EUA –, os principais rendimentos financeiros destacados não costumam ser relativos a ganhos com juros³, de maneira que o peso com custo dos juros seja a face mais aparente de efeitos da política monetária sobre as empresas não financeiras norte-americanas. Buscando compreender melhor a dinâmica dos juros enquanto seus efeitos na estrutura de financiamento das empresas não financeiras, cabe agora adentrar em dados a respeito deste componente financeiro pelo lado dos passivos.

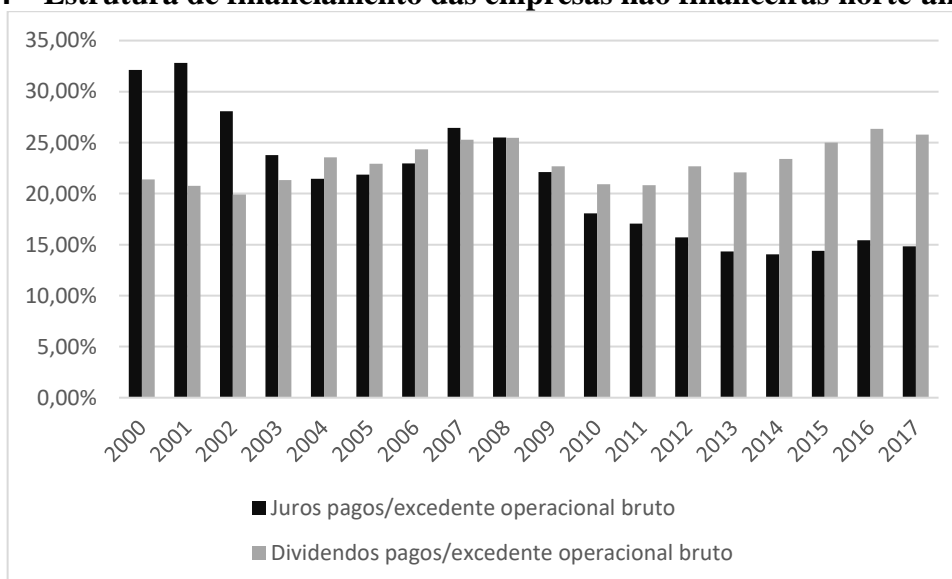
³ Apesar dos resultados de Krippner (2005).

Gráfico 3 – Estrutura de financiamento das empresas não financeiras brasileiras



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE (2020).

Gráfico 4 – Estrutura de financiamento das empresas não financeiras norte-americanas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BEA (2020).

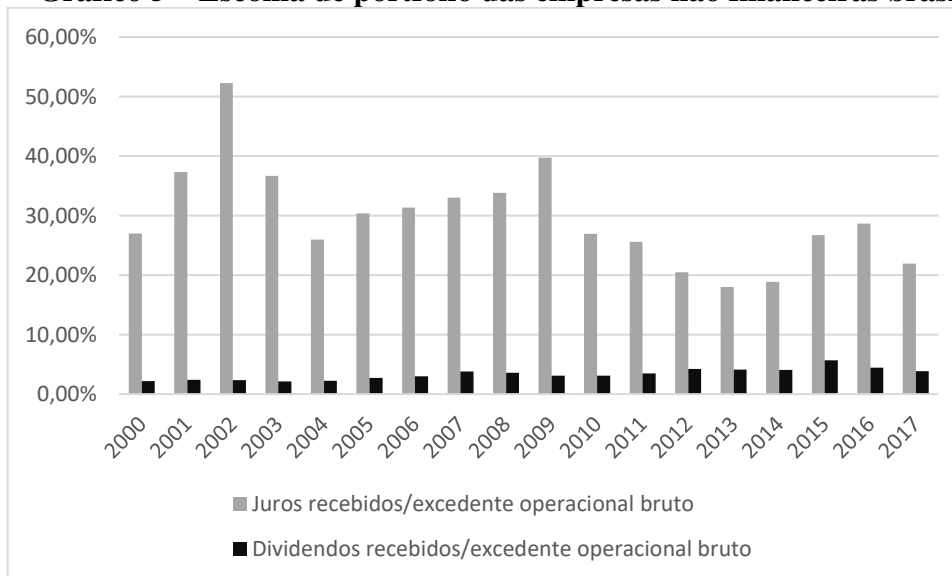
Primeiramente, cabe destacar alguns pontos em relação ao componente de despesas financeiras do mercado acionário utilizado como contraponto às despesas financeiras relacionadas ao mercado monetário: os dividendos. Em relação aos dividendos pagos, observa-se uma tendência de elevação do percentual de dividendos pagos em relação ao excedente operacional bruto nas firmas norte-americanas e uma certa tendência de estabilidade no percentual de dividendos pagos pelas firmas brasileiras. Aqui se faz importante destacar novamente a diferença que pode ser observada entre os patamares dos percentuais de dividendos pagos pelas firmas brasileiras e norte-americanas. O patamar de dividendos pagos pelas firmas brasileiras é maior que o patamar pago pelas firmas norte-americanas. O maior percentual de dividendos pagos pelas empresas norte-americanas é de 26,64% do seu excedente operacional bruto em 2016. Já na série histórica brasileira, os dividendos pagos pelas empresas praticamente não ficam abaixo do patamar de 30% (a única exceção é o ano de 2003, com 26,93%).

Com relação aos juros pagos pelas empresas não financeiras, tanto no Brasil quanto nos EUA há uma tendência de queda. Entretanto, os níveis percentuais dos montantes de juros pagos pelas empresas não financeiras do Brasil e dos EUA é bastante distinto. Analisando a trajetória de juros pagos em relação ao excedente operacional bruto, observa-se uma tendência de queda, com uma diferença significativa nos patamares dos juros pagos pelas firmas nos EUA e no Brasil. Nos EUA, as empresas não financeiras apresentam uma queda de 32,13% em 2000 para 14,84% em 2017 no percentual de juros pagos em relação ao excedente operacional. No Brasil, essa queda é de 35,32% em 2000 para 23,39% em 2017.

Por fim, falando a respeito das diferenças entre a estrutura de financiamento das empresas analisadas é interessante observar que há uma inversão entre a proporção de juros pagos e dividendos pagos pelas firmas norte-americanas no período observado. No início da série das firmas norte-americanas, o percentual de dividendos pagos em relação ao excedente operacional bruto é maior que o de juros pagos e, ao longo dela, isso se inverte – com um aumento na proporção de dividendos pagos e uma diminuição na proporção de juros pagos. Tal inversão parece ir de acordo com a perspectiva de uma *shareholder value orientation* nas empresas norte-americanas. Na série histórica brasileira, tal inversão não ocorre, porém, há também um aumento da proporção de dividendos pagos em relação à proporção de juros pagos ao longo do período 2000-2017.

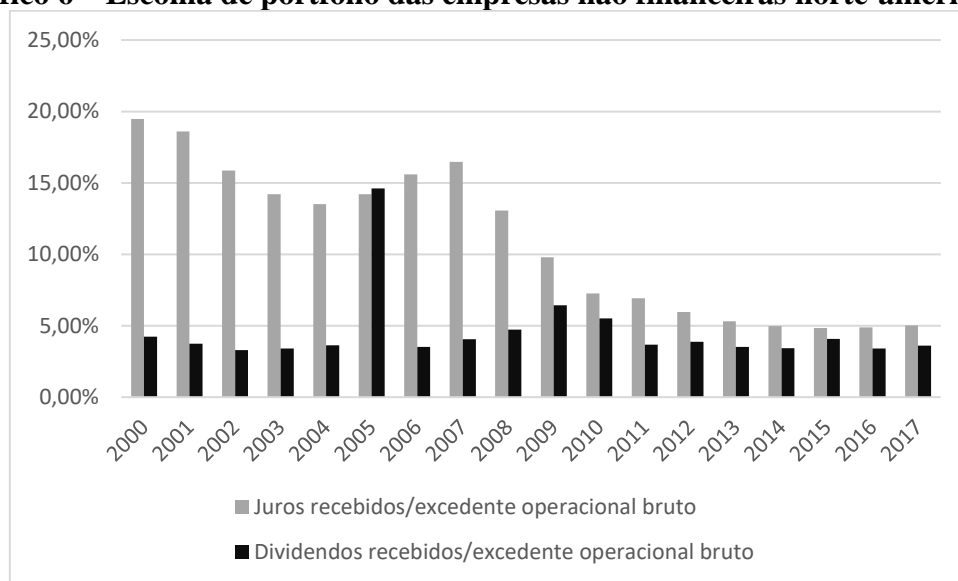
Essa não inversão no caso brasileiro, por outro lado, parece justamente ir de acordo com a ideia de um papel de destaque dos juros dentro da esfera financeira brasileira. Papel de destaque esse que se mostra não apenas pelo lado do rentismo proporcionado por altas taxas de juros, mas também pelo lado canal do crédito, ligado essencialmente aos juros como custo. Ao fim, fica clara uma diferença entre a estrutura de financiamento das firmas norte-americanas e brasileiras: a captação de recursos externos pelas firmas brasileiras parece ser feita mais via obtenção de empréstimos (que acarretam no pagamento de juros por parte dessas empresas), enquanto nas firmas norte-americanas essa captação parece se basear mais na emissão de ações (que geram a obrigação de pagamentos de dividendos por parte dessas empresas). Expostas estas diferenças a respeito do papel dos juros e sua comparação com dividendos na estrutura de financiamento das firmas brasileiras e norte-americanas, cabe adentar nessa comparação dentro da escolha de portfólio das firmas – buscando depreender mais do que ocorre em relação a juros e dividendos pelo lado dos ativos.

Gráfico 5 – Escolha de portfólio das empresas não financeiras brasileiras



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE (2020).

Gráfico 6 – Escolha de portfólio das empresas não financeiras norte-americanas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do *BEA* (2020).

Buscando compreender mais a fundo as duas faces dos juros sobre a atividade das empresas não financeiras (tanto como fonte rendimentos quanto como fonte de gastos), cabe agora analisar como este componente se apresenta na estrutura de ativos das empresas. Como feito anteriormente, comparar os juros recebidos com os dividendos recebidos pelas firmas se mostra interessante para compreender melhor a dinâmica do rendimento financeiro dos juros em relação a outro rendimento financeiro – no caso, um rendimento financeiro oriundo do mercado acionário. Ao analisar os dividendos recebidos, é possível suscitar se as empresas não financeiras vêm tendo participações maiores ou menores no mercado acionário, no sentido de posse de ações.

Tanto no Brasil quanto nos EUA, há uma tendência de queda nos juros recebidos pelas empresas não financeiras. Entretanto, os patamares percentuais dos montantes de juros recebidos pelas empresas não financeiras do Brasil e dos EUA é bastante distinto. No que diz respeito ao percentual dos juros recebidos em relação ao excedente operacional bruto, o nível mais baixo de juros recebidos pelas empresas não financeiras no Brasil no período 2000-2017 é aproximadamente o nível mais alto de juros recebidos por essas empresas nos EUA no mesmo período. Com relação às empresas não financeiras dos EUA, os juros recebidos em relação ao excedente operacional bruto apresentam uma queda de 19,47% em 2000 (maior nível da série) para 5,02% em 2017.

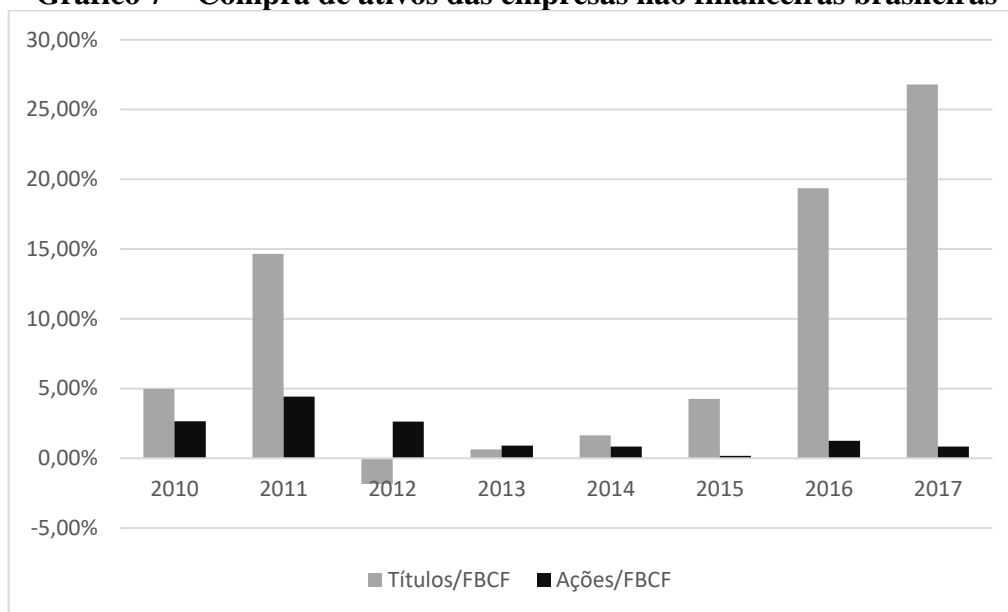
Já as empresas não financeiras do Brasil apresentam uma queda mais modesta, de 26,97% em 2000 para 21,94% em 2017. Além disso, a série histórica de juros recebidos pelas firmas brasileiras apresenta valores mais elevados que o do ano 2000 – diferentemente da série dos EUA. Em relação aos dividendos, é possível perceber uma tendência de estabilidade na proporção dividendos recebidos pelas firmas norte-americanas e uma leve tendência de elevação na proporção de dividendos recebidos pelas firmas brasileiras no período. Essa leve tendência de elevação nos dividendos recebidos pelas firmas brasileiras nos permite levantar a hipótese que de que talvez as empresas não financeiras brasileiras estejam tendo uma maior participação no mercado acionário (tendo uma maior posse de ações) ao longo dos últimos anos.

Cabe, por fim, apontar que nas empresas não financeiras norte-americanas, a partir de 2010, os percentuais de juros e dividendos recebidos se mantém em níveis próximos – sendo, por exemplo, de 5,02% o percentual de juros recebidos e de 3,62% o percentual de dividendos recebidos em 2017. Nas empresas não financeiras brasileiras, esses percentuais apresentam uma

diferença consideravelmente maior – sendo 21,94% o percentual de juros recebidos e 3,84% o de dividendos recebidos no ano 2017, por exemplo. Essa última comparação corrobora justamente um fato já abordado até aqui em relação às operações envolvendo juros: as operações no mercado monetário brasileiro se mostram mais rentáveis para as firmas que as operações no mercado monetário norte-americano.

Ainda tratando a respeito da escolha de portfólio das empresas não financeiras brasileiras, é possível apresentar mais alguns dados a respeito da compra de ativos por parte dessas empresas na última década. O gráfico a seguir permite avaliar um pouco mais do perfil financeiro das empresas não financeiras brasileiras. Neste gráfico, é possível fazer uma comparação de quanto as firmas brasileiras vêm adquirindo de ativos do mercado monetário (títulos) e do mercado acionário (ações cotadas) em sua escolha de portfólio.

Gráfico 7 – Compra de ativos das empresas não financeiras brasileiras



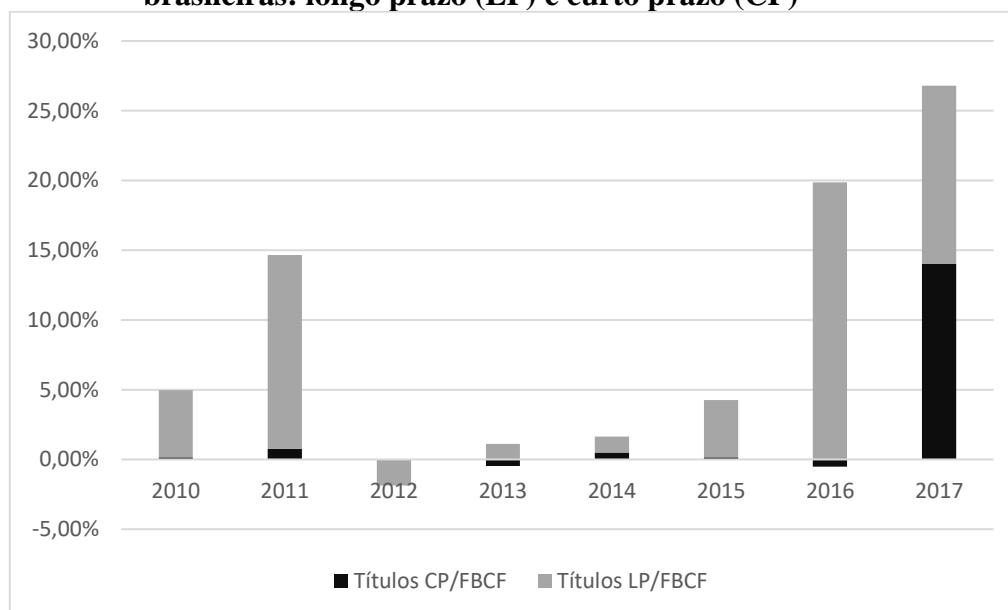
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE (2020).

Uma vez notadas diferenças importantes entre o portfólio de ativos financeiros entre as empresas não financeiras brasileiras e norte-americanas, é interessante seguir em uma investigação sobre as compras de ativos financeiros por empresas não financeiras brasileiras. Com base em dados do IBGE (2020), é possível observar um pouco de como se dá a compra de ativos pelas empresas não financeiras brasileiras no período 2010-2017. Os dados do IBGE (2020) permitem distinguir a compra de ativos financeiros entre títulos e ações. Esse tipo de dados permite observar a proporção da compra de ativos financeiros que está relacionada ao mercado monetário e a proporção que está relacionada ao mercado de ações. Ou seja, ajuda a entender melhor o interesse das firmas brasileiras em suas escolhas de portfólio nos últimos anos.

O Gráfico 7 apresenta as razões entre a compra de ativos (títulos e ações) pelas empresas não financeiras brasileiras e sua formação bruta de capital fixo (FBCF). Como pode-se observar, no período 2010-2017 (período para o qual se possui dados disponíveis), as firmas brasileiras adquirem mais títulos do que ações, ficando claro que as firmas possuem uma preferência pela compra de títulos à compra de ações em suas escolhas de portfólio. Os dados mostram que, na última década, a compra de ativos financeiros por parte das empresas não financeiras brasileiras está mais ligada ao mercado monetário que ao mercado acionário.

Estendendo este aprofundamento quanto a dados de escolha de portfólio das firmas brasileiras, é possível ainda apresentar a distribuição dos títulos comprados de acordo com a sua maturidade. No próximo gráfico, os títulos adquiridos pelas firmas são divididos entre títulos de curto prazo e longo prazo – títulos de curto prazo correspondem a títulos com vencimento em até um ano, enquanto títulos de longo prazo correspondem a títulos com prazo de vencimento superior a um ano. Os dados mostram que a compra de títulos por parte das empresas não financeiras se concentra em títulos de longo prazo, corroborando a perspectiva de um *tradeoff* entre acumulação de capital e títulos de longo prazo considerado pela literatura sobre canais de transmissão da política monetária (Mishkin, 1995).

Gráfico 8 – Maturidade dos títulos adquiridos pelas empresas não financeiras brasileiras: longo prazo (LP) e curto prazo (CP)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE (2020).

Este último gráfico aponta para uma última conclusão interessante a respeito das empresas não financeiras brasileiras e sua relação com os ganhos financeiros provenientes de juros. Em sua busca por lucros financeiros, essas empresas não parecem se orientar por um maior anseio por ganhos de curto prazo, como no caso da “*corporate myopia*” observada por Davis (2018) para economias desenvolvidas em um processo de financeirização. Na verdade, as empresas não financeiras brasileiras parecem buscar ganhos maiores e (principalmente) mais seguros, em um ambiente com grandes flutuações econômicas e altas taxas de juros sobre títulos públicos. Corrêa *et al.* (2017) destacam uma queda no lucro operacional das empresas brasileiras do setor industrial no período 2012-2014 e uma queda no lucro líquido das empresas não financeiras do país no período 2011-2015. O aumento na aquisição de títulos de 2013 a 2017 pelas firmas brasileiras pode refletir uma resposta à tendência de queda na atividade econômica e nos lucros não financeiros das firmas nos últimos anos.

4. Considerações finais

Faz-se importante agora recapitular algumas conclusões apresentadas e colocar algumas interpretações que motivam mais investigações. Ao longo do exercício empírico foi possível perceber dois resultados principais: (i) um peso importante para o pagamento de dividendos pelas empresas não financeiras tanto no Brasil quanto nos EUA (onde o patamar do pagamento de dividendos por parte das empresas brasileiras é consideravelmente maior que o patamar

pago pelas empresas norte-americanas) e (ii) o peso dos juros pagos é muito menor na operação das empresas não financeiras brasileiras que nas empresas não financeiras norte-americanas. Cabe lembrar que, em relação ao resultado (ii), as empresas não financeiras brasileiras apresentam um saldo de juros líquidos próximo de zero durante o período 2000-2017, enquanto as empresas norte-americanas apresentam um saldo negativo considerável ao longo de todo esse período (quase sempre acima dos 10% de seu excedente operacional bruto).

Assim, cabe por fim, ressaltar a principal hipótese deste trabalho, que merece ser investigada mais a fundo: as empresas não financeiras brasileiras parecem ter uma neutralidade à política monetária. Essa neutralidade pode justamente ser o reflexo de uma inconsistência em empresas brasileiras do setor produtivo tentarem ser parte de uma coalizão financeiro-rentista que busca sustentar uma política monetária conservadora (sustentando altos níveis de taxa de juros). Em nível agregado, os juros parecem desenvolver um processo de duas faces sobre essas empresas, com duas forças que atuam em sentidos opostos e acabam por se anular. Aparentemente, o custo do crédito acaba por praticamente exaurir os ganhos das empresas não financeiras brasileiras com juros. Apesar do potencial rentismo proporcionado pelas altas taxas de juros destacado na literatura, no caso das empresas não financeiras brasileiras, (em nível macro) estas parecem estar mais em uma posição de “minimizar perdas do que maximizar lucros” com juros, por assim dizer.

Nos EUA, as firmas se mostram beneficiadas pelas quedas na taxa de juros que ocorrem no período 2000-2017 e prejudicadas pelas elevações na taxa de juros. Já no Brasil, as variações na taxa de juros parecem não surtir muito efeito nas firmas. O saldo de juros líquidos das empresas não financeiras brasileiras se mantém sempre próximo de zero no período analisado, independente das variações na taxa de juros entre 2000 e 2017⁴. Por fim, cabe aqui expor o que seria o próximo passo na agenda de pesquisa aqui desenvolvida: uma investigação mais profunda das firmas brasileiras, de maneira a verificar se essa neutralidade em relação à política monetária observada em nível macro ocorre também em nível micro.

É importante verificar se o Brasil possui um conjunto de empresas pagadoras líquidas de juros e um conjunto de empresas receptoras líquidas de juros ou se, no geral, cada firma brasileira paga tantos juros quanto recebe. Além disso, cabe ainda levantar a hipótese de que essa neutralidade à política monetária por parte das firmas brasileiras pode estar relacionada a uma menor busca por acumulação de capital em comparação às firmas norte-americanas, fazendo com que a variação do custo de financiamento – os juros – pouco afete as atividades das firmas brasileiras. A neutralidade às variações na taxa de juros poderia ser resultado destas firmas não buscarem financiamentos para aumentarem sua acumulação de capital no período 2000-2017, enquanto as firmas norte-americanas teriam buscado financiamentos para realizar investimentos em capital fixo durante esse período.

Referências

BARBOZA, R. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 35, n. 1, p. 133-155, 2015.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em: 8 abr., 2021.

BEA – BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. Table S.5.a Nonfinancial Corporate Business. Disponível em: <<https://apps.bea.gov/itable/itable.cfm?reqid=14&step=1>>. Acesso em: 12 jun. 2020.

⁴ Ver Apêndice A.

BERNANKE, B; GERTLER, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, 27-48, 1995.

BONIZZI, B. Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey. *Journal of Political Economy*, v. 42, n. 4, 83-107, 2013.

BRESSER-PEREIRA, L.; PAULA, L; BRUNO, M. Financialization, coalition of interests and interest rate in Brazil. *Revue de la régulation*, v. 27, 1-24, 2020.

BRESSER-PEREIRA, L. Como sair do regime liberal de política econômica e da quase-estagnação desde 1990. *Estudos Avançados*, v. 31, n. 89, 7-22, 2017.

BRUNO, M; CAFFÉ, R. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, v. 26., special number, 1025-1062, 2017.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: Metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: Bruno, M. (org.) *População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IBGE, 35-61, 2015.

CARVALHO, L.; DINIZ, A.; PEDROSA, I.; ROSSI, P. Fiscal costs of monetary policy: indirect effects of an interest rate shock on Brazilian public net debt. *Brazilian Journal of Political Economy*, v.36, n.3, 557-579, 2016.

CORRÊA, M; LEMOS, P.; FEIJÓ, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*, v. 26, n. 1, 1129-1150, 2017.

DALLERY, T. Post-Keynesian theories of the firm under financialization. *Review of Radical Political Economics*, v. 41, n. 4, 492-515, 2009.

DAVIS, L. 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.

DAVIS, L. Financialization and investment: a survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, v. 31, n. 5, 1332-1358, 2017.

DEMIR, F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, v. 88, n. 2, 314-324, 2009.

DURAND, C.; GUEUDER, M. The investment-profit nexus in an era of financialization and globalization: a profit-centered perspective. Working Paper n. 1614, Post Keynesian Economics Study Group, 2016. Disponível em: <http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP1614_LHEgFRy.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2020.

FRED – FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/EFFR>>. Acesso em: 8 abr. 2021.

HEIN, E. Shareholder value orientation, distribution and growth—short- and medium-run effects in a Kaleckian model. *Metroeconomica*, v. 61, n. 2, 302-32, 2010.

HEIN, E.; VAN TREECK, T. ‘Financialisation’ in post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review. In: Setterfield, M. (Org.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Cheltenham, Edward Elgar, 277–292, 2010b.

HEIN, E.; VAN TREECK, T. Financialisation and rising shareholder power in kaleckian/post-kaleckian models of distribution and growth. *Review of Political Economy*, v. 22, n. 2, 205–233, 2010a.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html?=&t=downloads>>. Acesso em: 5 jun. 2020.

KRIPPNER, G. The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LAVOIE, M. Financialisation issues in a Post-Keynesian stock-flow consistent model. *Intervention: European Journal of Economics and Economic Policies*, v. 5, n. 2, 331-356, 2008.

LAZONICK, W; O’SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, 13-35, 2000.

MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 2008.

MISHKIN, F. Symposium on the monetary transmission mechanism. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, 1-10, 1995.

ONARAN, O., STOCKHAMMER, E.; GRAFL, L. Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA. *Cambridge Journal of Economics*, v. 35, n. 4, 637–661, 2011.

ORHANGAZI, O. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector. *Cambridge Journal of Economics*, v. 32, n. 6, 863–886, 2008.

PAULANI, L. Não há saída sem a reversão da financeirização. *Estudos Avançados*, v. 31, n. 89, 29-35, 2017.

REY, H. The international credit channel and monetary policy autonomy, IMF Mundell Fleming Lecture, IMF Economic Review, 2014.

SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas: O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). *Novos Estudos*, n. 102, 43-71, 2015.

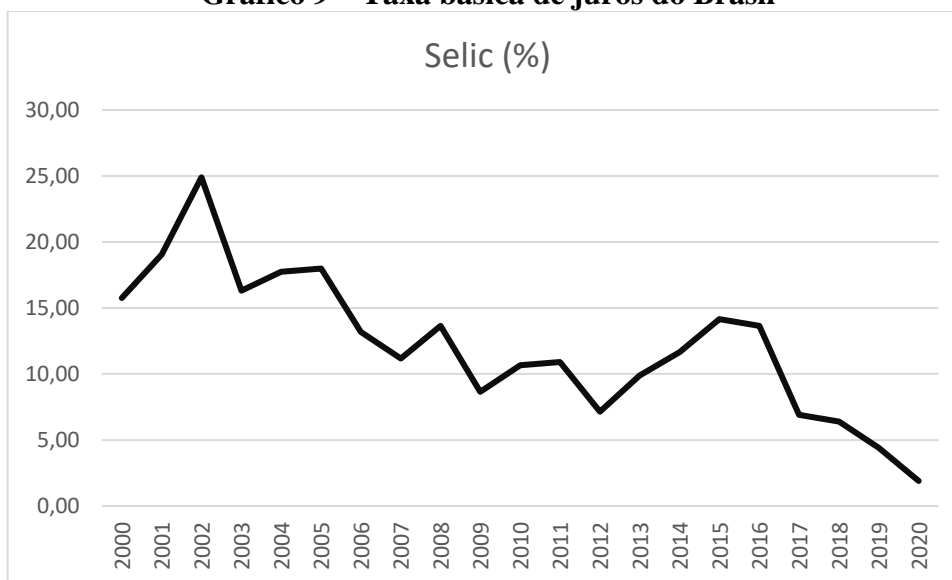
STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28., n. 5, 719-741, 2004.

VAN TREECK, T. Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach. *Metroeconomica*, v. 59, n. 3: 371–404, 2008.

Apêndice A – Dados sobre taxa de juros

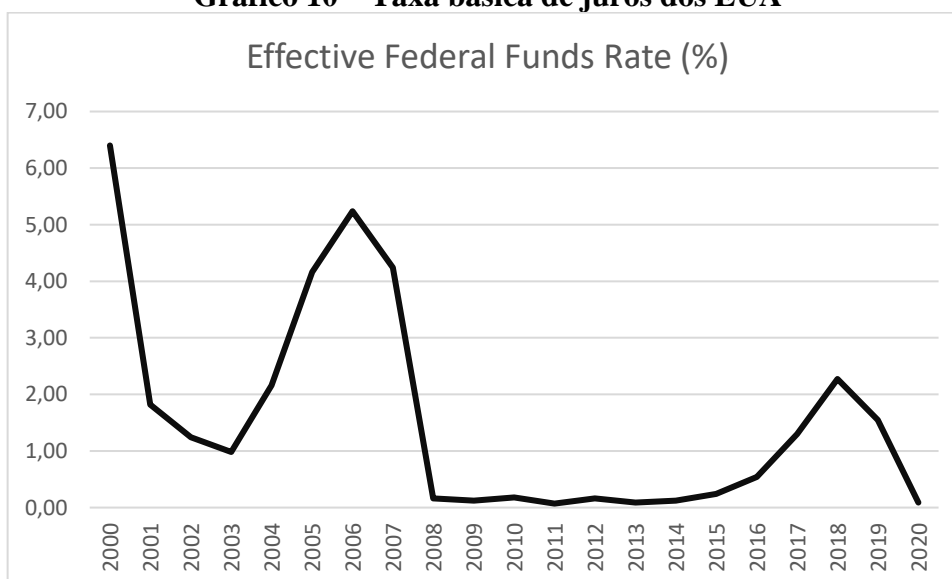
A seguir, são apresentados dados das taxas de juros – definidas pelas autoridades monetárias no Brasil e nos EUA – que são base para todas as demais taxas de juros do mercado de cada país. No caso norte-americano, essa taxa é a *effective federal funds rate (EFFR)*, definida pelo *Federal Reserve (Fed)*. No caso brasileiro, é a taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia), definida pelo Banco Central do Brasil (BCB). Nos dois gráficos a seguir, são utilizados dados do *Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)* e do BCB para apresentar a evolução da taxa básica de juros dos EUA e do Brasil no período 2000-2020 (o valor da taxa em cada ano do gráfico, corresponde à última taxa de juros fixada pela autoridade monetária naquele ano).

Gráfico 9 – Taxa básica de juros do Brasil



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB (2021).

Gráfico 10 – Taxa básica de juros dos EUA



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do FRED (2021).