

# Dominância financeira no Brasil?

A literatura econômica é abundante em realçar o importante e nuclear papel do setor financeiro — em face dos demais setores — para o crescimento e desenvolvimento econômico. Sem nos aventurarmos aqui em discutir um conceito global de desenvolvimento econômico, o que daria ensejo inclusive a diferentes concepções filosóficas de “como viver a vida”, há relativo consenso em qualquer métrica que o crescimento da riqueza de um país (e sua eventual distribuição) está intimamente relacionado a um sistema financeiro organizado e pujante.

Além disso, se nos depararmos com uma regulação de boa qualidade, organizando adequadamente o setor, além de outras conexões de política econômica, seguramente o sistema financeiro exercera ativamente, com bons resultados, o seu trabalho de intermediação financeira.

No entanto, no caso brasileiro, embora o sistema se revele consistente e sustentável, pontuando-se, ademais, a passagem segura pela crise financeira de 2008/2009, razão de adequada regulação, questiona-se — com visível intensidade — que o sistema financeiro falha em tornar a intermediação de recursos mais pujante e em taxas de juros mais razoáveis.

Partindo dessa constatação, procuramos investigar não as causas, mas um eventual sintoma dessa falha, realçando algumas hipóteses e perguntas. Tem nos chamado a atenção no Brasil, em particular nos últimos 10 anos, o tamanho do setor financeiro em face de outros setores da economia. Para realizar tal investigação, propusemos um exercício de identificar a participação setorial na Bolsa de Valores de São Paulo e sua evolução de janeiro de 1996 a janeiro de 2014. Com base em dados da Economática, chegamos ao gráfico acima.

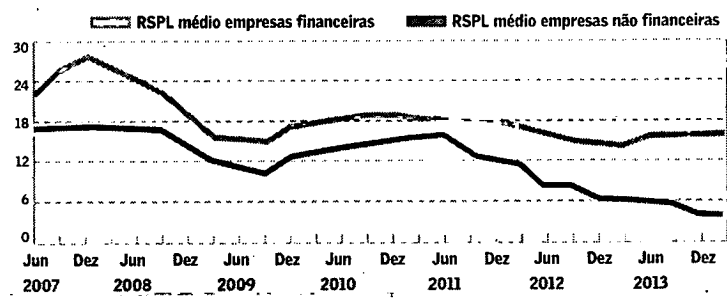
Completando a análise anterior, fizemos um exercício — de junho de 2007 até dezembro de 2013 — investigando o retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) de empresas financeiras versus empresas não financeiras. O gráfico está abaixo.

Constatação óbvia: uma forte expansão do setor financeiro — que já era muito expressivo — nos últimos 10 anos, com acréscimo de 10 pontos percentuais, capturando quase 30% da participação acionária da Bovespa. Somente o setor de consumo não cíclico, com destaque para alimentos, processados e bebidas, teve participação destacada e crescente em um período mais recente.

Quais sinais adicionais o primeiro gráfico (acima) ainda nos evidencia, com suas possíveis hipóteses? O decréscimo vertiginoso do setor de telecomunicações, em linha com a alteração do modelo de negócio. O aparelho de telefone hoje está inserido praticamente em um novo mercado de convergência tecnológica, em que aplicativos de mensagem e mídias sociais praticamente assumiram o primeiro lugar das comunicações. O que resulta curioso é a inexpressiva participação setorial da tec-

## Retorno sobre o patrimônio líquido

Empresas financeiras x empresas não financeiras



Fonte: elaborado a partir de dados da Economática

nologia da informação que, em tese, ocuparia esse lugar.

De forma igualmente relevante, o setor de utilidade pública também perde participação. Sinalização evidente da menor participação das estatais no índice Bovespa, razão do processo de privatização e de concessões públicas. O interessante é que setores privados que poderiam ocupar essa fatia perdida pelas estatais, ofertando infraestrutura, indispensável ao país, não desportaram na mesma proporção. O crescimento do setor de construção e transporte não colhe toda essa transição, dedicado quase exclusivamente ao maior desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

O já citado setor de consumo não cíclico, de ascensão crescente, com grandes conglomerados como JBS, BRF e AmBev, e suas fusões e aquisições, se beneficia do aumento de renda do brasileiro durante o período, o que justifica a ampliação acionária.

### Mesmo diante da crise, os ativos financeiros continuaram valorizados, com uma menor variação de retorno

E o segmento de petróleo, gás e biocombustíveis, sempre importante, passa por um ciclo. Liderado pela Petrobrás, não sofreu significativas alterações, nem mesmo diante da flexibilização da exploração de petróleo em meados da década de 1990. Após o pré-sal, no entanto, o setor teve um surto de crescimento, inclusive de empresas privadas, para se retrair novamente em razão das medidas de contenção do preço da gasolina tomadas pelo governo federal, desorganizando a Petrobrás.

Retomando nosso ponto: as hipóteses acima são bem testáveis para os diversos setores. No caso do setor financeiro, no entanto, não há nenhum dado significativo no período — ainda que se fale em um processo de consolidação bancária — que justifique por si só o expressivo crescimento. Ainda que se teste a hipótese da inclusão financeira, por exemplo, resultante do aumento de renda, não nos parece ser causa suficiente e isolada para dar conta desse expressivo crescimento do setor.

E, por outro lado, embora a economia americana, por exemplo, seja mais diversificada do que a brasileira, o nosso setor financeiro tem o dobro da participação americana no mercado de ações. E o centro financeiro

mundial e país sede de vários conglomerados financeiros poderia justificar uma maior participação do setor financeiro no mercado acionário.

Poder-se-ia também pensar que o mercado acionário brasileiro não é tão desenvolvido como o americano, ainda que a Bovespa esteja mais consistente, mais transparente, com um mercado mais diversificado e fragmentado, com sucessivas rodadas de lançamento de ações de novas empresas. É uma hipótese testável, que eventualmente poderia justificar um mercado concentrado e consolidado no setor financeiro. Mas achamos que a hipótese também não dá conta do nosso sintoma.

Nossa hipótese é: há uma dominância financeira no Brasil. O retrato que justifica a ascensão financeira é, inegavelmente, no nosso segundo gráfico (abaixo), um permanente retorno sobre o patrimônio líquido das empresas financeiras em níveis superiores ao das demais empresas não financeiras. Há evidentemente uma correlação entre os retornos, com algum desvio em 2011, mas que nunca esteve inferior a 3 pontos percentuais superiores ao setor financeiro, o que por si só é significativo.

E o retorno das instituições financeiras tem sensível menor variação. Em finanças, quanto menos varia um preço ou o retorno de um ativo, mais valioso ele é. Ou seja, mesmo diante da crise, os ativos financeiros continuaram valorizados, com uma menor variação de retorno em relação aos demais setores da economia. O que sugere uma intrigante questão: por que esses apertos da economia real não repercutem no mesmo grau no setor financeiro? Não deveria ser o setor financeiro um espelho do funcionamento da economia real?

Com este brutal incentivo e performance, pontua-se aqui uma possível hipótese para a dominância do setor no mercado de capital, criando-se um rentismo acionário relacionado às empresas financeiras, cativo, seguro e lucrativo. E voltando ao nosso debate regulatório, a dominância financeira pode revelar um sintoma (distorção) do sistema, falhando naquilo que é a sua essência: proporcionar intermediação financeira com um custo razoável. Seria o aprofundamento da regulação promotora da concorrência no setor uma saída?

**Frederico Torres de Souza** é Master of Sciences in Management pela Purdue University.

**Leandro Novais e Silva** é Professor adjunto de Direito Econômico na FDUFG