

Nildred Stael Fernandes Martins

**Padrão de Financiamento e o Ciclo da
Economia Brasileira de 2004-2016**

Belo Horizonte, MG
UFMG/Cedeplar
2019

Nildred Stael Fernandes Martins

**Padrão de Financiamento e o Ciclo da Economia
Brasileira de 2004 - 2016**

Tese apresentada ao curso de Doutorado em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do Título de Doutor em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Marco Flávio da Cunha Resende

Belo Horizonte - MG
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional
Faculdade de Ciências Econômicas - UFMG
2019

Ficha catalográfica

M386p
2019 Martins, Nildred Stael Fernandes.
Padrão de Financiamento e o Ciclo da Economia Brasileira de
2004-2016 [manuscrito] / Nildred Stael Fernandes Martins. – 2019.
265 f.: il., gráfs. e tabs.

Orientador: Marco Flávio da Cunha Resende .

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

Inclui bibliografia (f. 244-260).

1. Fundos de financiamento – Brasil – Teses. 2. Fundos de
investimentos – Brasil – Teses. 3. Economia – Teses. I. Resende,
Marco Flávio da Cunha. II. Universidade Federal de Minas Gerais.
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. III. Título.

CDD: 332.60981

Elaborado por Rosilene Santos CRB-6/2527
Biblioteca da FACE/UFMG. –RSS143/2019

FOLHA DE APROVAÇÃO

NILDRED STAEL FERNANDES MARTINS

TÍTULO DO TRABALHO:

“Padrão de Financiamento e o Ciclo da Economia Brasileira de 2004-2016”

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Doutor em Economia, área de concentração em Economia.

APROVADA EM 05 DE DEZEMBRO DE 2019.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Marco Flávio da Cunha Resende
(Orientador) (CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Prof. Fabrício José Missio
(CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Prof. Anderson Tadeu Marques Cavalcante
(CEDEPLAR/FACE/UFMG)

Prof.ª Carmem Aparecida do Valle Costa Feijó
(UFF)

Prof. Fábio Henrique Bittes Terra
(UFABC)







Prof. Gilberto de Assis Libânio
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia

Para Yêda Fernandes Martins e
Antônio Irias Martins (in memoriam)

AGRADECIMENTOS

À Deus pela oportunidade, iluminação e proteção permanentes.

À Unifal e aos colegas de trabalho pelo apoio para a realização do doutorado.

À UFMG, e especialmente ao Cedeplar, por todos os anos de aprendizado, conhecimentos adquiridos, trabalho e convivência com profissionais que sempre respeitei. Gratidão pela formação plural que o Centro proporciona aos seus alunos e que contribuíram para minha evolução acadêmica, profissional e pessoal. Não poderia deixar de registrar aqui meu agradecimento especial ao Mauro Borges Lemos, Rodrigo Simões (*in memoriam*), Frederico Gonzaga, Marco Aurélio Crocco, Gilberto Libânio e Roberto Monte-Mór, presentes na minha vida acadêmica desde a graduação e fontes de inspiração e apoio ao longo desta trajetória. À Ana Hermeto, pelo apoio, especialmente durante o período em que cursei as disciplinas. Também agradeço à secretaria do Cedeplar, especialmente à Cecília, pela presteza e gentileza com que sempre me atendeu.

Ao Marco Flavio, meu orientador, minha gratidão, admiração e respeito. Tenho tanto a lhe agradecer. Além da orientação e do conhecimento transmitido com propriedade, seu apoio, compreensão, presença e firmeza me trouxeram segurança e força para cumprir essa jornada. Tenho você como meu exemplo de profissional a ser seguido. Muito obrigada!

Aos Professores Carmem Feijó, Fabrício Míssio e Anderson Cavalcante, agradeço pela disponibilidade e atenção ao aceitarem fazer parte da banca de qualificação. Seus valiosos comentários contribuíram para dar direcionamento e foco a um conjunto de ideias ainda confusas e dispersas. Reforço meus agradecimentos a vocês e ao Professor Fábio Terra, todos presentes na banca de defesa, cujos conhecimentos transmitidos despertaram novos caminhos a serem percorridos.

À Ana Paula Avelar, Nelson Marconi, Leandro Meyer, Carmem Feijó, Cláudio Lucinda, Henry Pourchet, André Biancarelli, Giuliano Contento de Oliveira e Rodrigo Orair pela

atenção e disponibilidade no esclarecimento de dúvidas, compartilhamento de dados e sugestão de bibliografia.

Aos “anjos” Maria das Graças Prado Monteiro e Robson Cruz por me ajudarem a manter o equilíbrio e o foco.

Ao Dr. Flávio Schmidt pela compreensão e apoio.

Aos colegas do doutorado, pelos bons e difíceis momentos compartilhados. Em especial à Lediany, uma amiga muito especial e querida que o doutorado me deu. Obrigada por ser luz durante toda nossa trajetória.

Aos amigos da vida, obrigada pela amizade sincera e acolhedora! Bernardo, Cirlene e Rafael, Fernando e Carol, obrigada por serem minha família em Varginha! Érica, Renata e Elícia, obrigada por me acolherem na minha temporada em Muzambinho! Fabiana, obrigada pelas nossas conversas, encontros, por ser ouvido para os meus desabafos, pela sintonia e empatia, pelas dicas preciosas de sempre! Jú e Mateus, obrigada pelas nossas conversas iluminadas que sempre me trouxeram paz e contribuíram para renovar minha fé e coragem! Kátia, Carliana, Alan, Vi e meninos, Fabíola, Marcinha e Renato Mogiz, obrigada por se fazerem presentes!

À família Castro, obrigada pela alegria, amor, acolhimento, apoio e exemplo de perseverança e fé!

À família Martins, por ser meu porto seguro. Obrigada mãe, pelo exemplo de força, coragem, serenidade, resignação, sabedoria e fé. Obrigada pai e Ciro, por cuidarem de mim, mesmo não estando mais neste mundo. Cacá, Adélia e Kênia obrigada por toda paciência e amor com que me ouviram, acalmaram, apoiaram e incentivaram durante todo esse processo, vocês são luz na minha vida. Airton, Mateus e Toninho, obrigada pelo amor, apoio e pelos momentos de descontração e alegria. Sobrinhos e sobrinhas, obrigada por existirem. Cunhados e cunhadas, obrigada pela torcida e apoio. Especialmente a você Gilson, pelo acolhimento, torcida, apoio e exemplo.

Robinho, meu amor, deixei você por último e é difícil colocar em palavras a minha gratidão pela sua presença em minha vida. Obrigada por toda paciência e amor nestes anos do doutorado, em que os momentos de angústia, ansiedade e mau humor foram bastante frequentes. Passamos por momentos difíceis, perdas que ainda nos doem, e você foi e é a presença mais importante e permanente. Obrigada por trazer para a minha vida o contato maior com a natureza, a chácara, nosso cantinho iluminado e acolhedor. Obrigada pelo meu jardim de suculentas e por todo bem que cuidar delas me fez e faz. Obrigada por aceitar adotar três cachorros (Lua, Kiwi e lôda), que além de companheiros, nos trazem alegria e diversão. À Lua (nossa Pastor Alemão) meu agradecimento especial, que durante todo o período que estive na chácara escrevendo a tese, passava os dias deitada ao meu lado me fazendo companhia. Enfim, obrigada por todo seu amor, carinho, presença e apoio incondicional. Amo você!

RESUMO

Conforme a abordagem Pós-Keynesiana, o investimento e seu financiamento ocorrem no âmbito do circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*. Contudo, nas economias em desenvolvimento o sistema financeiro não é desenvolvido e nem funcional, levando à necessidade da constituição de arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance-funding* para viabilizar e sustentar o investimento. No Brasil, estes arranjos alternativos sempre corresponderam aos denominados fundos interno, público e externo. Esta tese tem como objetivo principal analisar a constituição e o desempenho destes três fundos de financiamento do investimento no Brasil entre 2004 e 2016 e assim verificar a hipótese de que eles atuaram enquanto arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance* e *funding* para financiar o ciclo da economia brasileira nesse período. Para tanto, parte-se da abordagem Pós-Keynesiana referente às prescrições de políticas macroeconômicas, ao comportamento convencional dos agentes, à decisão de investir e ao financiamento do investimento. Em seguida, são analisadas as políticas macroeconômicas implementadas e sua relação com as convenções formadas (crenças compartilhadas) e a constituição dos fundos alternativos de financiamento do investimento, visando identificar o papel das políticas macroeconômicas e dos fundos no ciclo 2004-16. A análise desenvolvida corrobora a hipótese de que os fundos interno, público e externo permaneceram como as principais fontes de financiamento do investimento e do crescimento no Brasil. Além desta hipótese principal, outras duas também foram corroboradas por esta pesquisa, a saber, i) a fase do ciclo observada entre 2004 e 2010 foi *export-and-consumption led* devido a capacidade ociosa então existente na economia, que acomodou contradições da política macroeconômica e mitigou a pressão sobre o investimento agregado e seus fundos de financiamento, viabilizando a fase ascendente do ciclo econômico brasileiro; e, ii) entre 2011 e 2016, a fase de descenso do ciclo, então observada, resultou do caráter da mudança na composição dos fundos público e interno de financiamento do investimento no contexto de arrefecimento do crescimento do consumo doméstico e deterioração do cenário externo. A análise dos três fundos citados, cuja constituição esteve atrelada à conjuntura econômica nacional e internacional e às políticas econômicas domésticas adotadas, revelou o caráter instável e pouco sustentável das fontes de financiamento no país. Estas se mostraram ainda fortemente dependentes da atuação do Estado como financiador e principal articulador dos mecanismos de financiamento, revelando que mesmo diante das inovações e avanços do sistema financeiro brasileiro, permanece o padrão de financiamento que prevaleceu nos períodos anteriores.

Palavras-chave: fundos interno, externo e público; convenções; crescimento, economia brasileira

ABSTRACT

According to the Post Keynesian approach, investment and its financing take place within the Finance-Investment-Savings-Funding circuit. However, in developing economies the financial system is neither developed nor functional, requiring alternative financial arrangements other than the traditional finance-funding mechanisms in order to enable and sustain investment. In Brazil, these alternative arrangements have always corresponded to the so-called internal, public and external funds. The main objective of this thesis is to analyze the constitution and performance of these three investment finance funds in Brazil between 2004 and 2016 and thus verify the hypothesis that they acted as alternative financial arrangements to the traditional finance and funding mechanisms in order to finance the Brazilian economy cycle between 2004 and 2016. Focusing on this objective, this work assumes the Post-Keynesian approach regarding to macroeconomic policy prescriptions, conventional economic agents' behavior, the decision to invest and the financing of investment. Furthermore the implemented macroeconomic policies and their relation to formed conventions (shared beliefs) and the constitution of alternative investment financing funds are analyzed, aiming to identify the role of macroeconomic policies and funds in the 2004-16 cycle. Results corroborate the main hypothesis that domestic, public and external funds remained as the main sources of investment and growth financing in Brazil. Two others hypothesis were also corroborated by this research: i) the cycle phase observed between 2004 and 2010 was export-and-consumption led due to an former idle capacity existing in the economy, which accommodated contradictions of macroeconomic policy and mitigated the pressure on aggregated investment and its financing funds, enabling the upward phase of the Brazilian economic cycle; ii) between 2011 and 2016, the downward phase of the cycle resulted from changes in the composition of public and domestic investment financing funds, related to a shrinkage in domestic consumption growth and to a deterioration of the external scenario. Analysis of the three mentioned funds, whose constitution was linked to national and international economic conjuncture and to domestic economic policies, revealed the unstable and unsustainable nature of the financing sources in the country. These were still strongly dependent on the State's role as main financer and manager of financing mechanisms, revealing that besides innovations and advances in the Brazilian financial system, the usual financing pattern remains the same as it used to be in previous periods.

Keywords: Internal, public and external funds; conventions; growth, brazilian economy

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
CAPÍTULO 1 - ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO E POLÍTICA ECONÔMICA.....	23
1.1 Introdução	23
1.2 Abordagem Pós-Keynesiana.....	26
1.2.1 Economia Monetária de produção e seus fundamentos	26
1.2.2 A endogeneidade da oferta monetária	31
1.2.3 O Circuito <i>finance</i> –investimento–poupança– <i>funding</i>	33
1.2.3.1 O Circuito <i>finance</i> –investimento–poupança– <i>funding</i> na Economia Aberta	35
1.2.4 A decisão de investir e o financiamento do investimento	38
1.3 Política Econômica na abordagem Pós-Keynesiana.....	47
1.3.1 Política fiscal	49
1.3.2 Política Monetária.....	51
1.3.3 Política Cambial	56
1.4 Considerações sobre a relação entre as condições de financiamento e as políticas macroeconômicas em economias periféricas.....	57
CAPÍTULO 2 – SISTEMA FINANCEIRO E FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NA ECONOMIA BRASILEIRA	62
2.1 Introdução	62
2.2 Desenvolvimento do sistema financeiro e financiamento de longo prazo	62
2.2.1 Liberalização financeira x intervenção estatal	63
2.2.2 Estruturas financeiras.....	68
2.2.3 Inovações financeiras e o financiamento de longo prazo.....	72
2.3 Evolução do sistema financeiro brasileiro	77
2.4 Fontes de financiamento do investimento no Brasil	90
CAPÍTULO 3 - POLÍTICA ECONÔMICA E O DESEMPENHO DOS FUNDOS DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL ENTRE 2004 E 2010..	95
3.1 Introdução	95
3.2 Política macroeconômica e a fase ascendente do ciclo	99
3.2.1 Política Fiscal	101
3.2.2 Política Monetária.....	110
3.2.3 Política Cambial	116

3.2.4 Política Macroeconômica e convenções	125
3.3 Formação dos fundos a partir da política econômica e do crescimento da economia no período 2004-10	126
3.3.1 Fundo Público	126
3.3.2 Fundo Interno	145
3.3.3 Fundo Externo.....	157
3.4 Papel e relevância dos três fundos para a fase ascendente do ciclo 2004-10	165
CAPÍTULO 4 - POLÍTICA ECONÔMICA E O DESEMPENHO DOS FUNDOS DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL ENTRE 2011 E 2016	
4.1 Introdução	174
4.2 Política Macroeconômica	175
4.2.1 Política fiscal	175
4.2.2 Política Monetária.....	184
4.2.3 Política Cambial	187
4.2.4 O papel da política econômica no miniciclo 2011-2016	193
4.3 Formação dos fundos a partir da política econômica e do crescimento da economia no período 2011-16	198
4.3.1 Fundo Público	198
4.3.2 Fundo interno	212
4.3.3 Fundo externo	222
4.4 Papel e relevância dos três fundos para a fase descendente do ciclo 2011-16	231
5 CONCLUSÃO.....	235
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	244
ANEXOS	261
ANEXO A: <i>Mark ups</i>	261

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabela 1 – Economia Brasileira: Síntese de Indicadores Macroeconômico – 1999-2002	97
Tabela 2- PIB Mundial, Exportações Mundiais, Termos de Troca e Liquidez Internacional, 1990 a 2015	100
Tabela 3 – Evolução do resultado primário do Governo Central do Brasil, 2004-2010	108
Tabela 4 – Metas de inflação e IPCA – 2002 a 2010	111
Tabela 5 - Despesas pagas do PPI/PAC (2006-2015)	129
Tabela 6 – Investimento Público, 2004-2010 (Em bilhões de R\$ de 2015 convertidos pelo deflator implícito do PIB).....	130
Tabela 7 – Classificação dos investimentos da União e das empresas estatais federais 2005 a 2010 (Valores nominais -R\$ milhões).....	131
Tabela 8 - Principais ações e medidas implementadas pelo governo federal em prol da atividade produtiva no Brasil entre 2004 e 2008	133
Tabela 9 – Carteira de crédito do Banco do Brasil, 2004 a 2010 (R\$ milhões)	138
Tabela 10 – Principais itens do passivo do BNDES (2004 a 2010).....	143
Tabela 11 – <i>Mark up</i> setores selecionados, 2004 a 2010 (continua)	149
Tabela 12 – Coeficiente de exportação (%) – Setores Industriais Selecionados – 2004 a 2010	151
Tabela 13 - Índice de rentabilidade de exportações – Setorial, 2004 a 2010.....	153
Tabela 14- Dívida Externa Bruta, 2004-2010 (US\$ milhões).....	161
Tabela 15 – Investimentos diretos no país, Brasil, 2004-2010.....	163
Tabela 16 – Dívida externa das empresas não-financeiras, dez/2004 a dez/2010	164
Tabela 17 – Crescimento das receitas e das despesas primárias do governo central por períodos selecionados: taxa real de crescimento a.a. ¹ (em %).....	182
Tabela 18: Metas de inflação e IPCA – 2011 a 2016	185
Tabela 19 – Formação bruta de capital fixo, valores correntes e constantes, e taxas de investimento e de crescimento – 2006/2015	195
Tabela 20 – Carteira de crédito do Banco do Brasil, 2011 a 2016 (% do total)*	206

Tabela 21 – Participação dos principais itens do passivo do BNDES, 2011-2016 (R\$ milhões).....	210
Tabela 22 – Mark up setores selecionados, 2011 a 2016	217
Tabela 23 - Índice de rentabilidade de exportações – Setorial, 2011 a 2016.....	219
Tabela 24 – Coeficiente de exportação (%) – Setores Industriais Selecionados – 2011 a 2016	220
Tabela 25- Fontes externas de financiamento de empresas e famílias (participação % no total das fontes de financiamento), 2011-2016.....	222
Tabela 26- Dívida Externa Bruta, 2011-2016 (US\$ milhões).....	226
Tabela 27 – Investimentos diretos no país, Brasil, 2011-2016 (US\$ milhões)	227
Tabela 28 – Dívida Externa das Empresas não-Financeiras, dez/2011 a dez/2016	228
Gráfico 1 – Crédito interno ao setor privado (% do PIB)	80
Gráfico 2 – Operações de Crédito do Sistema Financeiro Brasileiro entre 2004 e 2017*, segundo a origem dos recursos e controle de capital (% do PIB).....	81
Gráfico 3 – Taxa de juros, spreads e prazos das concessões de crédito para pessoas jurídicas – Brasil, 2004 a 2016	83
Gráfico 4 – Emissões primárias de títulos por modalidade (u.m.c. milhões),	84
Gráfico 5 – Principais fontes de financiamento do investimento (FBCF) privado* (% do total), Brasil – 2004 a 2016**	88
Gráfico 6 – Resultado primário do setor público (% do PIB), Brasil, 2003-2010	102
Gráfico 7- Investimento Público (% do PIB), Brasil, 2002 a 2010.....	103
Gráfico 8 – Gastos Tributários com a Política Industrial, 2004-2010 (Em R\$ Bilhões Correntes)	107
Gráfico 9 – Evolução da Taxa Selic fixada pelo COPOM, 2003 a 2010.....	111
Gráfico 10 – Dívida mobiliária federal, participação (%) por indexador, posição em custódia (dezembro de cada ano).....	113
Gráfico 11 – Saldo da dívida mobiliária por título selecionado, posição em custódia, 2004 a 2010 (u.m.c.[milhões]).....	114
Gráfico 12 – Evolução da taxa de juros, taxa de câmbio nominal* e IPCA, Brasil, 2004 a 2010	120

Gráfico 13 – Balança Comercial Brasileira (US\$ FOB), 2004 a 2010	122
Gráfico 14: Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES, BB e CEF - 2004 e 2010 (Em % do PIB).....	136
Gráfico 15 – Evolução da Carteira de Crédito da Caixa Econômica Federal,	140
Gráfico 16 – Desembolsos do BNDES por setores econômicos - 2004 a 2010	141
Gráfico 17 – Desembolsos do BNDES por porte da empresa - 2004 a 2010 (% do total)	142
Gráfico 18 – Valor adicionado bruto e poupança bruta das empresas não financeiras e mark-up médio dos setores produtivos – Brasil, 2004 a 2010.....	148
Gráfico 19 – Fluxos líquidos de capitais privados para países emergentes – Modalidade Fluxos (US\$ Bilhões).....	159
Gráfico 20 – Investimento Público Federal, do Governo Central e das Empresas Estatais (% do PIB), 2010 a 2016	178
Gráfico 21 – Evolução da Taxa Selic fixada pelo COPOM, 2011 a 2016.....	185
Gráfico 22- Taxa de Câmbio Nominal, Brasil, 2011 a 2016	188
Gráfico 23 – Taxa de Câmbio Efetiva Real (INPC – exportações- índice – média 2010=100), 2004 a 2016	190
Gráfico 24 – Evolução das exportações e importações brasileiras entre 2011 e 2016 (US\$ FOB).....	192
Gráfico 25 – Balança Comercial Brasileira 2011 a 2016 (US\$ FOB)	192
Gráfico 26 – Taxa de Investimento Trimestral, preços correntes – 2011.1 – 2019.2 ...	196
Gráfico 27 – Índice da Formação Bruta de Capital Fixo trimestral, 2011.1 - 2019.1	197
Gráfico 28 – Investimento do Setor Público de 2010 a 2016 (Em bilhões de R\$ de 2015 convertidos pelo deflator implícito do PIB	200
Gráfico 29 – Investimento do Governo Geral e das Empresas Estatais, 2011-16.....	202
Gráfico 30 – Operações de crédito do SFN por tipo de instituição, 2011-2016.....	203
Gráfico 31 - Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES, BB e CEF – 2011-2016 (Em % do PIB).....	204
Gráfico 32 – Evolução da Carteira de Crédito da Caixa Econômica Federal, 2011-2016	207
Gráfico 33 – Desembolsos do BNDES por setores econômicos - 2011 a 2016.....	208

Gráfico 34 – Desembolsos do BNDES por porte da empresa (2004 a 2010)	209
Gráfico 35 – Valor adicionado bruto e poupança bruta das empresas não financeiras e mark-up médio dos setores produtivos – Brasil, 2011 a 2016.....	214
Gráfico 36 – Valor adicionado bruto e mark-up médio, setores produtivos selecionados – Brasil, 2011 a 2016	214
Gráfico 37 – Índice de preços das commodities primárias (2016=100).....	215
Gráfico 38 – Fluxo de capitais (% do PIB), América Latina e Países Emergentes, 2011-2016	224
Gráfico 39 – Taxa de investimento - Brasil, 2011 a 2016.....	230

INTRODUÇÃO

A busca pela retomada do crescimento da economia brasileira tem sido tema frequente nas discussões acadêmicas, especialmente quando se considera a atual conjuntura econômica do país. O Brasil passou recentemente por uma forte recessão econômica em 2015 e 2016 (queda do PIB de -3,35% e -3,55%, respectivamente), e apresentou crescimento do PIB de apenas 1,06% e 1,12% em 2017 e 2018, respectivamente (IBGE, 2019).

Prevalecem distintos argumentos nos debates acerca das causas desse fraco desempenho econômico e do papel do Estado neste processo. O *mainstream*, de modo geral, considera que o papel do Estado deve ser o de implantar políticas macroeconômicas comprometidas com a estabilidade dos preços e com o equilíbrio das contas públicas, além de fornecer um aparato institucional crível e estável. Esta tem sido, desde os anos 1990, a conduta da política macroeconômica brasileira. Primeiro, com a implantação do Plano Real em 1994, que tinha como principal objetivo a estabilidade dos preços, depois de um longo período de planos fracassados na obtenção desse objetivo. Adotou como principal instrumento a âncora cambial, que prevaleceu até 1999, quando a crise cambial levou à desvalorização da moeda e à mudança da política macroeconômica, que passou a adotar o tripé macroeconômico. O tripé, caracterizado pela adoção do regime de câmbio flutuante, metas de inflação e superávit fiscal primário, tem prevalecido na economia brasileira desde então.

A inflação se manteve dentro da meta estabelecida na maioria dos anos desde a adoção do tripé macroeconômico. Já as metas de superávit primário foram cumpridas entre 1999 e 2010. Desde então os resultados primários têm ficado abaixo da meta, chegando a apresentar déficit em 2014, 2015 e 2016. Esse desequilíbrio das contas públicas, associado à pouca credibilidade e instabilidade das instituições públicas, especialmente a partir da Operação Lava Jato e da crise política que se iniciou em 2014, tem sido apontado pela vertente mais ortodoxa como uma das principais causas do fraco desempenho da economia brasileira. Principalmente por não garantir aos agentes

econômicos o nível de confiança que eles precisam para realizar suas demandas de consumo e investimento. Ou seja, sem a austeridade das contas públicas, a “Fada da Confiança” não conseguirá fazer com que os empresários invistam e com que a Lei de Say atue de forma a fazer com que a economia retome sua rota de crescimento.

Autores Pós-Keynesianos, críticos dessa vertente, consideram que o Estado deve ter um papel mais ativo no processo de retomada do crescimento econômico por meio de uma política econômica comprometida com a estabilidade macroeconômica, além da estabilidade de preços. Ou seja, deve buscar níveis adequados de emprego e produto, além do controle da inflação. Argumentam que, entre outras coisas, a experiência histórica mostra que as políticas macroeconômicas adotadas para promover apenas a estabilidade de preços tendem a inibir os incentivos que induzem os empresários a acumular capital produtivo. Esta linha de pensamento, associada aos ensinamentos de Keynes, considera que a retomada do crescimento da economia brasileira passa pela recuperação da sua taxa de investimento, que por sua vez depende de uma postura do Estado diferente da que tem prevalecido na economia brasileira (CARVALHO, 2004).

Esta tese comunga da ideia de que o investimento é imprescindível para a retomada do crescimento da economia brasileira e, mais especificamente, de que a retomada do investimento depende de uma participação ativa do Estado, especialmente através da implantação de políticas comprometidas com a expansão da produção e do emprego.

A visão defendida ao longo do trabalho tem como suporte os princípios teóricos da abordagem pós-keynesiana, uma linha de interpretação das teses de Keynes a respeito da natureza de uma economia monetária de produção. Nesta abordagem, a decisão de investir resulta de um processo de escolha de ativos condicionada pelo estado de expectativas de longo prazo dos agentes. A política econômica é, então, vista como um importante suporte para a formação de expectativas favoráveis, desde que tenha uma atuação comprometida com a estabilidade macroeconômica. Basicamente, isso se dá através de uma política fiscal que “garanta” um nível adequado de demanda agregada, de uma política monetária que seja capaz de administrar a taxa de juros em níveis

favoráveis ao que Keynes denominou “circulação industrial”, assim como de uma política cambial comprometida com a estabilidade e a competitividade da economia.

Neste sentido, as políticas fiscal e monetária contracionistas, que ainda prevalecem em um contexto de cumprimento das metas de superávit primário e das metas de inflação, acabam reprimindo os componentes da demanda agregada, constituindo um círculo vicioso de redução do produto, do emprego, do consumo e, conseqüentemente, do investimento. Ou seja, os instrumentos de política econômica utilizados para alcançar a estabilidade dos preços e a austeridade das contas públicas retiram as garantias de um nível mínimo de demanda futura, sendo dessa forma insuficientes para promover a retomada do investimento.

Outro fator importante para que o investimento aconteça é a viabilização dele através da disponibilidade de fontes de financiamento que sejam compatíveis com as necessidades do investidor. Ou seja, a existência de um sistema financeiro desenvolvido torna-se uma condição necessária, embora não suficiente, para a realização do investimento.

Para a vertente neoclássica o sistema financeiro desenvolvido é aquele capaz de fazer a intermediação financeira de forma eficiente, desde que a economia seja capaz de gerar a poupança necessária para financiar os projetos de investimento. Neste sentido, o problema do financiamento do investimento se resume à disponibilidade de poupança e à liberdade das forças de mercado, determinadas, grosso modo, pela elevação da taxa de juros reais, pelo aumento da competição financeira e pela redução da intervenção do governo no mercado. Seguindo tais preceitos, esta abordagem, fundamentada nos trabalhos seminais de Shaw (1973) e Mckinnon (1973), defende a liberalização financeira como essencial para a elevação dos níveis de poupança, investimento e promoção do crescimento econômico dos países periféricos. Considera que a repressão financeira, que entre outras coisas tende a manter taxas de juros abaixo do nível de equilíbrio, desincentiva a formação de poupança, sua alocação em ativos financeiros e o financiamento ao investimento, restringindo assim o crescimento econômico.

A visão pós-keynesiana, por sua vez, considera que o financiamento do investimento independe de poupança prévia, pois é o investimento que possibilita a criação posterior de renda, que cresce por meio do multiplicador dos gastos, e a poupança surge como um subproduto, ou resíduo, desse processo. Neste sistema, os bancos e instituições financeiras desempenham o importante papel de prover liquidez e criar poder de compra, através do *finance*, para as firmas investidoras, além de alocar poupança para consolidar (*funding*) o investimento. Como atua em um ambiente permeado pela incerteza, o sistema financeiro pode, em momentos de maior incerteza, não cumprir seu papel e preferir liquidez. Neste sentido, Keynes destaca a importância da atuação do Estado através da formação de um ambiente institucional estável, crível e transparente, e da condução das políticas econômicas de modo coordenado e coerente, como forma de reduzir a incerteza futura e mitigar os riscos inerentes ao processo de crescimento econômico.

O sistema financeiro brasileiro (SFB), assim como das economias periféricas, é ainda pouco desenvolvido, ou nos termos tratados nesta tese, pouco funcional ao financiamento de longo prazo.¹ Com predomínio do crédito bancário, atende de forma insuficiente às demandas por crédito do setor produtivo, especialmente o crédito de longo prazo que permitiria às empresas financiar a acumulação de capital produtivo com mais segurança. Especificamente, a literatura tem atribuído aos títulos públicos e à estrutura monopolística do mercado de serviços financeiros privados a combinação perversa de incentivos que torna o SFB atual pouco funcional. Aos títulos públicos por oferecerem uma opção lucrativa e de baixo risco em relação ao crédito privado de longo prazo, além de inibirem o desenvolvimento do mercado de títulos privados (altas taxas de remuneração e liquidez dos títulos públicos se tornaram uma barreira à entrada para empresas privadas neste segmento). E à estrutura monopolística a imposição de spreads e tarifas exorbitantes, além dos prazos reduzidos das carteiras de créditos (CARVALHO, 2004; PAULA, 2013; TORRES FILHO; COSTA, 2013).

¹ A definição de funcionalidade do sistema financeiro está feita com rigor no capítulo 1, Seção 1.2.4.2 A funcionalidade liga-se à capacidade de se financiar o investimento e o crescimento econômico sem aumentar a fragilidade financeira da economia – este último conceito definido em Minsky (1986) -, fornecendo *finance* e *funding* ao setor empresarial ao menor custo possível.

Como alternativa a pouca funcionalidade do SFB, desenvolveu-se na economia brasileira uma estrutura alternativa de financiamento do investimento, fortemente dependente da atuação do Estado como financiador e principal articulador dos mecanismos de financiamento (STUDART, 1998). Conforme Studart (1995) e Resende (2005), tal estrutura sempre esteve baseada em três pilares: (i) fundos internos às empresas: autofinanciamento via majoração inflacionária dos seus *mark ups* no âmbito de uma estrutura de mercado oligopolizada; (ii) fundos públicos, constituídos pelos financiamentos concedidos pelo BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica, pelos recursos arrecadados e destinados ao investimento público e pelas isenções e desonerações tributárias e subsídios concedidos ao setor privado; (iii) fundos externos, associados ao aumento do passivo externo líquido da economia.

Studart (1995) fez uma análise de como estes fundos operaram no Brasil no período compreendido entre 1947 e 1983, e Resende (2005) estendeu a análise até 2003. Estes autores observaram que, em todas as fases ascendentes dos ciclos de crescimento da economia brasileira após 1947, o financiamento do investimento ocorreu a partir desses três fundos.

Uma das contribuições desta tese é a extensão da análise do desempenho dos fundos de financiamento do investimento no Brasil para o período 2004 a 2016. Supõe-se, portanto, que os fundos interno, público e externo atuaram enquanto arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance* e *funding* para financiar o ciclo da economia brasileira entre 2004 e 2016. A originalidade de esta tese está no fato desta análise ser realizada em um contexto macroeconômico bastante diverso dos anteriores, especialmente em relação à maior abertura comercial e financeira, às inovações financeiras e dinamismo comercial e financeiro do mercado internacional. A originalidade está, também, na readequação do conceito e da constituição dos fundos alternativos de financiamento do investimento, de forma a torná-los mais alinhados ao novo contexto econômico nacional e internacional. A análise da evolução da economia brasileira entre 2004 e 2016 será apresentada em dois subperíodos: (i) a fase ascendente do ciclo de 2004 e 2010; (ii) a fase descendente do ciclo entre 2011 e 2016.

A hipótese é que entre 2004 e 2010 a capacidade ociosa existente na economia acomodou contradições da política macroeconômica e mitigou a pressão sobre o investimento agregado e seus fundos de financiamento, viabilizando a fase ascendente do ciclo econômico brasileiro. Isto é, entre 2004 e 2010, o crescimento da economia brasileira não foi liderado pelo investimento, tendo sido *export-and-consumption led*, possível devido à existência de capacidade ociosa. Entre 2011 e 2016, a fase de descenso do ciclo, resultou do caráter da mudança na composição dos fundos público e interno de financiamento do investimento no contexto de arrefecimento do crescimento do consumo doméstico e deterioração do cenário externo. No âmbito do fundo público, a preponderância do investimento público e seu crescimento até 2010 foi substituída pelas desonerações tributárias e subsídios financeiros. O fundo interno, por sua vez, perdeu o estímulo para sua formação oriundo da demanda agregada, substituído pelos incentivos das desonerações tributárias e subsídios. Dessa forma, a pesquisa procurou investigar em que direção a composição dos fundos mudou, se esta mudança levou a uma maior ou menor eficiência do arranjo financeiro de financiamento do investimento no Brasil, e de que forma a política econômica contribuiu para tais mudanças.

Para cumprir com estes objetivos, esta tese está estruturada em quatro capítulos, além desta introdução e das considerações finais. O primeiro capítulo apresenta os princípios teóricos essenciais da abordagem Pós-Keynesiana relativa às decisões de investimento e ao processo de financiamento do investimento. Em seguida, apresenta as principais políticas macroeconômicas que afetam, de acordo com esta abordagem, as decisões de investimento e de financiamento do investimento. E conclui, procurando contribuir com o debate acerca do financiamento, apresentando uma análise teórica da relação entre as políticas macroeconômicas e as condições de financiamento em economias periféricas.

O segundo capítulo tem como objetivo caracterizar o SFB e sua funcionalidade para o financiamento do investimento no país. Para tanto, procura apresentar, inicialmente, o debate atual do tema sistema financeiro e desenvolvimento, em que se destacam as diferentes abordagens em relação ao papel do Estado e das diferentes estruturas e inovações financeiras. Em seguida é feita uma análise da evolução do SFB em que são

apresentadas as principais mudanças que levaram à constituição de um sistema baseado no crédito, com um mercado de capitais ainda pouco desenvolvido, apesar dos avanços e evolução recentes. Por fim, procura-se entender as origens da pouca funcionalidade do SFB e o papel e a importância dos fundos público, interno e externo, como fontes alternativas de financiamento do investimento no Brasil.

O terceiro e o quarto capítulos apresentam as principais contribuições desta tese, através das análises das causas das fases ascendente e descendente do ciclo de crescimento da economia brasileira, compreendidas entre 2004 e 2010, e entre 2011 e 2016, respectivamente. Têm como foco as políticas econômicas implantadas e sua relação com as convenções formadas (crenças compartilhadas) e a constituição e o desempenho dos fundos alternativos de financiamento do investimento. Para tanto, iniciam analisando as políticas fiscal, monetária e cambial, para então abordarem a convenção que foi estimulada pela política macroeconômica e a constituição dos fundos público, interno e externo, o desempenho destes como fontes de financiamento do investimento e o papel das políticas macroeconômicas neste processo.

A hipótese central que se pretende provar é a de que os fundos interno, público e externo atuaram enquanto arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance* e *funding* para financiar o ciclo da economia brasileira entre 2004 e 2016. Além disso, há ainda outras duas hipóteses:

i) argumenta-se que o crescimento da economia brasileira entre 2004 e 2010 teve como base a ampliação moderada dos fundos interno e público e, em menor escala, do fundo externo, por meio da política econômica, mas valendo-se do contexto de elevada capacidade ociosa na economia. O estímulo ao fundo interno foi conferido pela ampliação da demanda agregada, decorrente do crescimento do valor exportado e de políticas de distribuição da renda e estímulo ao consumo, a saber, políticas de aumento real dos salários, do crédito, de transferência de renda e de apreciação da taxa de câmbio real. A ampliação do fundo público relacionou-se principalmente ao crescimento do investimento público e dos desembolsos do BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal. O fundo externo calçou-se no aumento do investimento direto no país e da dívida externa

das empresas não financeiras do setor privado. Ademais, a política econômica de estímulos aos fundos interno e público e ao crescimento de curto prazo² foi acompanhada de um paradoxo, qual seja, o desestímulo ao fundo interno e ao investimento originado pela apreciação cambial que a própria política econômica causava, mas que foi acomodado, até 2010, enquanto havia capacidade ociosa; e,

ii) a fase descendente do ciclo, 2011-2016, foi causada pela mudança dos pesos dos componentes dos fundos público e interno. No caso do fundo público, a preponderância do investimento público e seu crescimento foi substituída pelas desonerações fiscais e subsídios, em um contexto de arrefecimento da demanda agregada (perda de dinamismo do consumo doméstico e deterioração do cenário externo). O fundo interno, por sua vez, perdeu o estímulo para sua formação oriundo do crescimento da demanda agregada, recebendo, em compensação, o estímulo das desonerações fiscais e subsídios. Esta mudança no peso dos seus componentes (demanda e *mark up*) até reduziu sua deterioração ligada à demanda, porém, este fundo é condição necessária para alavancar o investimento privado no Brasil, devido à debilidade de seu mercado de capitais, mas não é condição suficiente. Sem convenção otimista propiciada por expectativas de aumento da demanda o investimento privado não reagiu.

² O curto prazo é definido nos moldes da tradição Pós-Keynesiana: refere-se a eventos relacionados a um estoque de capital dado.

CAPÍTULO 1 - ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO E POLÍTICA ECONÔMICA

1.1 Introdução

Entre os trabalhos relevantes da literatura que trata da relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico estão Schumpeter (1911/1982) e Keynes (1930, 1936/2007, 1937, 1938). Schumpeter destacou a importância dos bancos na concessão de crédito aos empresários de forma a possibilitar a realização de inovações e assim promover o desenvolvimento econômico. Keynes, por sua vez, contribuiu para o fortalecimento desta teoria, especialmente por romper com o paradigma clássico que predominava até então em relação ao papel da moeda (e do sistema financeiro) no ciclo econômico. A moeda passou a ser vista como um ativo capaz de influenciar a decisão de alocação de recursos dos agentes, inclusive das instituições financeiras, e, portanto, capaz de provocar efeitos reais sobre a demanda agregada e o produto agregado. Especificamente em relação à importância do sistema financeiro para o crescimento econômico, como mostra Paula (2013), a análise de Keynes teve origem no *Treatise on Money* (1930), em que o autor desenvolveu o embrião da teoria da endogeneidade da oferta de moeda, e também no debate entre Keynes e Ohlin e Robertson, em 1937, sobre a relação entre financiamento (*finance*), poupança e investimento, quando destacou o papel dos bancos na provisão da liquidez necessária para a realização do investimento.

A partir de então desenvolveu-se uma literatura que pode ser classificada, grosso modo, em duas abordagens principais: (i) a convencional, que considera que o sistema financeiro é apenas um intermediário neutro da troca de recursos entre poupadores e tomadores de empréstimo; (ii) a visão “alternativa”, que deriva da teoria keynesiana, que tem como base a endogeneidade da oferta monetária, e que confere, portanto, um papel primordial ao sistema financeiro sobre o desempenho das variáveis reais da economia.

A visão convencional tem como base a teoria dos fundos emprestáveis e considera que a importância das instituições financeiras está na intermediação de recursos financeiros

entre poupadores e investidores. A principal argumentação dessa linha de pensamento se baseia na necessidade de poupança prévia para financiar o investimento. Deste modo, defende a elevação da taxa de juros para aumentar a demanda por ativos financeiros e assim a disponibilidade de crédito para financiamento do investimento, aumentando assim a taxa de investimento agregado e o crescimento econômico. No que diz respeito ao papel dos intermediários financeiros neste processo, a teoria desenvolvida por Gurley e Shaw (1955, 1960) foi pioneira dentro da abordagem convencional e

... sustentava que o papel básico dos intermediários financeiros – enquanto transferidores de recursos das unidades superavitárias para as unidades deficitárias – é retirar do mercado uma parte (majoritária) dos títulos privados e substituí-los pela circulação de títulos secundários, de sua emissão (PAULA, 2013).

Para eles, o financiamento direto era uma forma limitada de financiamento devido à dificuldade de avaliação de riscos por parte dos poupadores. Dessa forma, como argumenta Studart, para a abordagem convencional

... a funcionalidade do sistema financeiro pode ser vista como relacionada à alocação eficiente de recursos poupados entre as diversas oportunidades de investimento produtivo, sendo o volume desses recursos determinado externamente ao sistema, proporcionando uma maior flexibilidade e eficiência na transferência de fundos na economia, inclusive no que se refere à diminuição do risco para poupadores (STUDART, 1999, p.154).

Teorias mais recentes, classificadas como a “teoria moderna da intermediação financeira” estão fundamentadas, por sua vez, na existência de falhas de mercados decorrentes de informações assimétricas e/ou imperfeitas. Desse modo, conferem aos intermediários financeiros o papel de reduzirem os custos de informações resultantes das assimetrias informacionais e sua funcionalidade relaciona-se à correção de tais falhas. Dentre as principais abordagens dessa linha teórica, destacam-se: (i) a abordagem de assimetrias de informação (LELAND; PYLE, 1977; DIAMOND, 1984; STIGLITZ; WEISS, 1981); (ii) a abordagem dos custos de transação (BERNSTON; SMITH, 1976; CAMPBELL; KRACAW, 1980; FAMA, 1980); (iii) a abordagem da regulação (GUTTENTAG; LINDSAY, 1968; FAMA, 1980; MANKIWI, 1986; MERTON 1995, dentre outros); (iv) a abordagem do

gerenciamento de risco (ALLEN; SANTOMERO, 1997, 1999; SCHOLTENS; WENSVEEN, 2000, 2003). Para além dessas abordagens, Ross Levine publicou em 1997 artigo representativo da visão convencional em que procurou avaliar a importância do sistema financeiro para o crescimento econômico. Por meio da análise de diferentes estudos de caso, concluiu que o nível inicial de desenvolvimento financeiro é um bom indicador das taxas subsequentes de crescimento econômico, acumulação de capital físico, e das melhoras da eficiência econômica (PAULA, 2013).

Esta tese se baseia na linha de pensamento keynesiana e tem como referência, além das obras de Keynes, a literatura Pós-Keynesiana, especialmente aquela que se dedica a investigar e desenvolver a relação entre sistema financeiro e crescimento econômico. Cite-se, por exemplo, Davidson (1972, 1986); Minsky (1982, 1986); Kregel (1986); Carvalho (1992); Studart (1995); Resende (2005) e Paula (2013).

Em linhas gerais, a escola Pós-Keynesiana, estruturada sobre os princípios de uma economia monetária de produção, considera que a moeda e as instituições financeiras desempenham papel fundamental no funcionamento e na dinâmica do sistema econômico. Nesta abordagem o financiamento do investimento independe de poupança prévia, pois é o investimento que possibilita a criação posterior de renda, que cresce por meio do efeito multiplicador, e a poupança surge como um subproduto, ou resíduo, desse processo. Neste sistema os bancos e instituições financeiras desempenham o importante papel de prover liquidez e criar poder de compra, através do *finance*, para as firmas investidoras, além de alocar poupança *ex-post* para consolidar (*funding*) o investimento. Como atua em um ambiente em que a incerteza está presente, o sistema financeiro pode, em momentos de maior incerteza, não cumprir seu papel e preferir liquidez. Neste sentido, Keynes destaca a importância da atuação do Estado através da formação de um ambiente institucional estável, crível e transparente, e da condução das políticas econômicas de modo coordenado e coerente, como forma de reduzir a incerteza e mitigar os riscos inerentes ao processo de investimento.

Este capítulo trata inicialmente, ainda que de forma sucinta, dos princípios teóricos essenciais para o entendimento da abordagem Pós-Keynesiana relativa às decisões de

investimento e ao processo de financiamento do investimento. Em seguida, são apresentadas as principais políticas macroeconômicas de acordo com esta abordagem, pois elas afetam de modo central as decisões de investimento e de financiamento do investimento. E conclui fazendo uma análise teórica da relação entre as políticas econômicas e as condições de financiamento em economias periféricas.

1.2 Abordagem Pós-Keynesiana

O objetivo desta seção é destacar os princípios teóricos essenciais para o entendimento da abordagem Pós-Keynesiana relativa ao processo de financiamento e às decisões de investimento. Desse modo, não se pretende fazer uma discussão detalhada desta corrente de pensamento, mas apenas analisar aqueles elementos que são necessários para compreender a relação entre o desempenho do sistema de financiamento e o crescimento econômico de um país.

Para tanto, entende-se que quatro questões são fundamentais: i) o conceito de economia monetária de produção e seus fundamentos, que expressam como Keynes e os Pós-Keynesianos entendem o funcionamento da economia capitalista; ii) a discussão sobre a oferta monetária, fundamental para o entendimento do papel desempenhado pelo sistema bancário; iii) o circuito *finance* – investimento – poupança – *funding*, essencial para o entendimento do processo de financiamento do investimento; iv) os critérios que permeiam as decisões de investimento, dentre os quais será dada ênfase especial à disponibilidade de financiamento.

1.2.1 Economia Monetária de produção e seus fundamentos

Keynes começou a desenvolver a concepção de uma economia monetária de produção em *Treatise on Money* (1973) quando reconheceu que a moeda era um ativo, uma forma alternativa de riqueza e que, portanto, não era neutra nem no curto prazo e nem no longo prazo. A partir de então, rompeu com a ortodoxia, pois já não poderia aceitar a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e a lei de Say e passou a desenvolver esse “novo” paradigma da teoria econômica que resultou na publicação da Teoria Geral do Emprego,

do Juro e da Moeda em 1936 e em artigos que se originaram do debate em relação a esta sua obra em 1937 e 1938, e outros artigos posteriores a 1936.

Na concepção desenvolvida por Keynes, uma economia monetária de produção é aquela em que a moeda afeta motivações e comportamentos dos agentes económicos, tanto no curto como no longo prazo (CARVALHO, 2006). Isso se torna possível porque o ambiente de uma economia monetária de produção é caracterizado pela irreversibilidade do tempo, pela incerteza não probabilística e pela não neutralidade da moeda. Em linhas gerais, esta concepção considera que as escolhas e decisões feitas pelos agentes económicos no momento presente só revelarão seus resultados no futuro, que, por sua vez, não podem ser previstos devido à incerteza que caracteriza este ambiente, e como o tempo é unidirecional, depois que os resultados acontecem não é possível rever e mudar as decisões que levaram a ele. Neste ambiente a moeda torna-se uma opção de acumulação de riqueza em sua forma mais líquida, permitindo que os agentes adiem decisões de demanda em momentos de maior incerteza. Davidson (1984) propôs a formalização de alguns princípios, que mesmo não apresentados por Keynes, permitiam um melhor entendimento do que seria uma economia monetária de produção. De acordo com Carvalho (1992), a leitura dos rascunhos da Teoria Geral permite concluir que o significado destes princípios fazia parte do raciocínio de Keynes. Carvalho (1992) desenvolveu seis princípios a partir da proposição de Davidson (1984): (i) produção; (ii) dominância estratégica; (iii) temporalidade da atividade económica; (iv) não ergodicidade; (v) não pré-conciliação de planos; (vi) propriedades da moeda. Tais princípios são descritos a seguir.

i) Princípio da produção

Este princípio afirma que a produção é realizada pelas empresas com o objetivo de obter lucros monetários. Dessa maneira, se opõe a teoria clássica, segundo a qual o agente visa maximizar sua utilidade através da escolha de uma cesta de bens relevantes. Como não conhece o futuro, a empresa não tem como saber qual nível exato de investimento daria acesso à melhor cesta no futuro. Desse modo, ela tem como objetivo acabar o ciclo produtivo com mais dinheiro que iniciou, visto que a moeda proporciona maior

flexibilidade para evitar perdas de riqueza e aproveitar oportunidades de lucro, além de permitir a compra de qualquer cesta de bens, pois estes são feitos pelo trabalho, enquanto os salários são monetários.

ii) Princípio da dominância estratégica (ou princípio da decisão)

Este princípio considera que a capacidade de firmas e trabalhadores influenciarem a dinâmica da economia é distinta, e dessa forma o poder de decisão sobre os processos econômicos não é distribuído de forma igualitária. A escassez do capital em relação ao trabalho permite às firmas o controle sobre o processo produtivo. Elas podem decidir, entre as alternativas existentes, quando e onde utilizar o capital a fim de multiplicar sua riqueza monetária. Neste contexto, o processo de produção somente ocorrerá se os empresários avaliarem que o mesmo permitirá à firma valorizar sua riqueza de uma melhor forma do que em outras alternativas, ainda que ele possua as condições adequadas de financiamento (CROCCO, 2010).

iii) Princípio da temporalidade da atividade econômica

Este princípio parte da ideia de que a decisão de produzir precede a produção, que por sua vez, precede a venda. Considerando que a produção é realizada para a venda no mercado, a decisão de contratação dos insumos e fatores de produção assume um caráter inevitavelmente especulativo, baseado nas expectativas de demanda em um ambiente caracterizado pela incerteza fundamental.

iv) Princípio da não ergodicidade

Este princípio, de acordo com Davidson, substitui o axioma da reversibilidade do tempo adotado pelos clássicos. Em um mundo ergódico, segundo o autor, os dados obtidos de informações passadas fornecem uma regra segura para a tomada de decisões sobre o futuro, formando assim sistemas econômicos governados por relações ahistóricas e imutáveis.

Na visão de Keynes o tempo é histórico, irreversível, o que faz com que as decisões não possam ser repetidas, pois estas são cruciais, não vazias (SHACKLE, 1959). Decisões cruciais são aquelas que mudam o ambiente em que são tomadas. Ou seja, em um mundo não ergódico, não existem informações passadas e presentes que possam fornecer a distribuição de probabilidades dos estados da natureza futuros, porque o tempo não é reversível, já que as decisões cruciais, como é o caso das decisões de investimento, estão sempre alterando o ambiente onde ocorrem, tornando cada evento único, não repetitivo. Isto impede a existência no presente de informações suficientes para a construção de distribuição de probabilidades que seja única e aditiva e, portanto, confiável (DEQUECH, 1999). Em ambiente permeado pela incerteza fundamental o agente toma sua decisão com base em convenções, sintetizadas como sendo crenças compartilhadas (RESENDE; TERRA, 2017).

v) Princípio da não pré-conciliação dos planos

Este princípio considera que na presença da incerteza fundamental, não há como existir a pré-conciliação dos planos, ou seja, não há mecanismos que determinem à firma o que e quanto produzir, assim como não há como saber o quanto será demandado com exatidão. Se o futuro é incerto, os agentes podem preferir liquidez, o empresário pode não investir e o consumidor pode não gastar.

A incerteza inviabiliza a Lei de Say, e dessa forma as decisões são tomadas com base em expectativas, e instituições são criadas para minimizar tais incertezas, com o objetivo de socializar perdas e reduzir os riscos de cada agente individual.

vi) Princípio das propriedades da moeda

Em uma economia monetária de produção, a moeda cumpre, além da função de meio de troca, as funções de unidade de conta e reserva de valor, o que garante sua liquidez e a sua capacidade de liquidar dívidas. A moeda desempenha essas funções porque seu valor é mais estável *vis-à-vis* a outros ativos, visto que ela é escassa e tem sua escassez garantida por duas propriedades, as elasticidades de produção e de substituição nulas, ou próximas de zero.

A elasticidade de produção nula significa dizer que o aumento da demanda por moeda não gera um aumento em sua oferta, visto que o trabalho requerido para produzir uma unidade da moeda é imensamente menor do que o trabalho requerido para a produção de bens que essa unidade de moeda pode comprar. Ou seja, a retenção de moeda a torna escassa porque a queda da massa salarial decorrente do desemprego que resulta da retenção da moeda não é compensada pelo aumento da massa salarial decorrente do aumento da produção de moeda – a moeda que vaza do sistema não retorna na forma de salários para a produção de moeda. Já a elasticidade de substituição nula ou negligenciável significa que os agentes não trocam facilmente a moeda por outros ativos quando o preço da moeda (a taxa de juros) sobe, pois sua utilidade sobe quando seu preço sobe (CARVALHO, 1992). Como resultado destas propriedades da moeda, esta torna-se escassa, o que confere maior estabilidade ao seu valor em relação ao valor dos demais ativos. No contexto da incerteza, os agentes constroem uma rede de contratos por toda a economia visando reduzir a incerteza. Sendo a moeda o ativo com maior estabilidade em seu valor, ela se tornou unidade de conta para contratos, inclusive os contratos salariais, o que conferiu à moeda a função de reserva de valor, tornando-a o ativo mais líquido da economia. Conforme Carvalho (1992), é da sua relação com contratos que a moeda deriva seu atributo de ativo de maior liquidez.

Estes seis princípios são a base de uma economia monetária de produção e tem como cerne o fato de que a moeda não é neutra nem no curto e nem no longo prazo, o que implica que seu comportamento pode afetar as variáveis reais da economia.

Diante da incerteza em relação ao futuro, o empresário pode decidir não investir e aplicar sua riqueza de forma a privilegiar a liquidez em detrimento da rentabilidade. Isto pode se dar pela manutenção da riqueza em sua forma mais líquida (moeda) ou pela sua aplicação em ativos financeiros que não demandem contratação significativa de mão-de-obra. Ao tomar esta decisão, torna-se possível a ocorrência de desemprego involuntário, mesmo em situações em que existam trabalhadores dispostos a trabalhar em troca de salários menores (salário real abaixo do produto marginal do trabalho), pois diante da

incerteza forte, o capitalista pode preferir liquidez, gerando assim uma deficiência de demanda.

Portanto, os princípios de uma economia monetária de produção rompem com a Lei de Say e com a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e dessa forma tornam possível a moeda afetar o lado real da economia, influenciando, assim, a acumulação e o estoque de capital e, por isso, afetando a trajetória da economia não apenas no curto prazo, mas, também, no longo prazo.

1.2.2 A endogeneidade da oferta monetária

A capacidade da autoridade monetária em controlar a base monetária está no centro do debate acerca da endogeneidade ou exogeneidade da oferta monetária, o qual se concentra em três interpretações: (i) a vertente neoclássica verticalista; (ii) a vertente keynesiana horizontalista; e (iii) a vertente keynesiana estruturalista.

Para a vertente verticalista a moeda é exógena, com a oferta de moeda totalmente controlada pela autoridade monetária. Fortemente apoiada pelos monetaristas, seus defensores consideram estáveis as preferências do público e as estratégias bancárias, e a autoridade monetária fixa a quantidade de moeda de maneira independente da demanda. Nesta concepção a taxa de juros resulta da decisão sobre as metas dos agregados monetários e não se constitui em um instrumento de política econômica. Por outro lado, a política monetária é vista como o principal instrumento de combate à inflação, visto que para esta vertente a quantidade de moeda determina o nível de preços como prediz a TQM.

Já os horizontalistas e estruturalistas consideram a moeda endógena, no entanto divergem em relação ao grau de endogeneidade. Para os horizontalistas a oferta de moeda é totalmente endógena, enquanto para os estruturalistas ela é parcialmente endógena.

Kaldor (1982) e Moore (1988) estão entre os principais representantes dos horizontalistas. Em linhas gerais esta vertente defende que os bancos sempre

concederão crédito quando os demandantes de empréstimos estiverem dispostos a pagar a taxa por eles cobradas. Esta taxa resulta do acréscimo de um mark-up à taxa de juros definida pela autoridade monetária em casos de socorro de liquidez aos bancos. O banco central, por sua vez, sempre socorrerá os bancos quando estes precisarem de reservas, agindo como emprestador de última instância para evitar colocar em risco todo o sistema. Desse modo, os horizontalistas acreditam que mesmo que as reservas sejam adquiridas a taxa de juros mais alta, os bancos poderão expandir os empréstimos caso a expansão seja rentável, o que torna a oferta de moeda completamente endógena à demanda.³

Para a maioria dos economistas pós-keynesianos a oferta de moeda é vista como parcialmente endógena. Estes comungam da vertente estruturalista, que questiona a hipótese de que os bancos sempre validariam a demanda por crédito, pois nem sempre o banco central irá socorrer os bancos com problemas de liquidez, e mesmo de solvência. Segundo Carvalho (1993), bancos e intermediários financeiros mostram elasticidade para se acomodar a diferentes graus de pressão de liquidez por parte do banco central e, se assim não fosse, o banco central teria que abrir mão de mudanças na taxa de juros, desaparecendo a política monetária. Ou seja, o banco central, muitas vezes, impõe pressão de liquidez sobre os bancos, ao invés de socorrê-los sempre que estes necessitam recompor suas reservas. Bancos, assim como os demais agentes econômicos, são permeados pela incerteza e fazem suas escolhas de portfólio procurando combinar lucratividade e liquidez. Desse modo, a endogeneidade da oferta de moeda deve ser avaliada de acordo com a escolha de portfólio dos bancos, que em momentos de aumento da incerteza podem preferir liquidez à concessão de empréstimos, influenciando assim a quantidade de moeda em circulação. Neste sentido,

³ A literatura não é consensual sobre a hipótese de que a endogeneidade da moeda é datada historicamente e deriva do desenvolvimento da forma de atuação dos bancos e das autoridades monetárias. Chick (1992) e Dow (1999) descrevem a existência de 6 estágios de desenvolvimento bancário e Crocco (2010) endossa seu argumento de que a endogeneidade da oferta de moeda surgiu no quarto estágio, quando a autoridade monetária passou a ser emprestadora de última instância para qualquer banco que esteja em crise. Contudo, Kregel (1998) argumenta que desde o período do surgimento dos primeiros bancos, na era pré-capitalista, a moeda já era endógena. Neste sentido, os primeiros estágios do desenvolvimento bancário elaborados em Chick (1992) e Dow (1999) nunca existiram e sua relevância se daria apenas enquanto artifício didático visando a compreensão da endogenia da oferta de moeda.

a vertente estruturalista considera que a endogeneidade monetária é garantida e determinada pelos bancos, permitindo assim questionar a estabilidade do multiplicador dos meios de pagamento e da velocidade de circulação da moeda, e, portanto, invalidando a TQM.

1.2.3 O Circuito finance–investimento–poupança–funding

A relação entre poupança e investimento se constitui em uma das principais rupturas de Keynes com a teoria ortodoxa. De acordo com a teoria clássica dos fundos emprestáveis, a poupança precede o investimento e é igualada a ele pela taxa de juros, que neste modelo se constitui em um fenômeno real.

A abordagem keynesiana considera que o financiamento do investimento independe de poupança prévia, pois o adiantamento de recursos requerido para a concretização do investimento pode ser feito no âmbito do *finance*, relacionado a operações de crédito e débito do sistema bancário visando a produção de bens de capital (bens de investimento). De outro lado, o investimento possibilita a criação posterior de renda, que cresce por meio do efeito multiplicador, e a poupança agregada seria um subproduto, ou um resíduo, desse processo.

Para Keynes, o financiamento do investimento apresenta duas etapas: o investimento planejado (*ex ante*) e o investimento propriamente dito (*ex post*). O primeiro corresponde ao crédito de curto prazo demandado pelas firmas no intervalo de tempo entre a decisão de investir e sua implantação. É denominado *finance* e corresponde a uma operação que precede no tempo a compra do bem de capital que será demandado. É um empréstimo de curto prazo fornecido pelos bancos, através da criação de moeda adicional por parte destes, para o projeto e a produção de bens de capital. Nesta etapa nenhum recurso real é envolvido no processo e não há a necessidade de poupança prévia.

O investimento propriamente dito (a efetivação da compra dos bens de capital) necessita de um prazo maior de financiamento, devido seu retorno acontecer no longo prazo. Neste sentido, o *finance* está no começo do processo de investimento, mas não o sustenta.

Faz-se então necessário a criação de instituições que possibilitem a troca de obrigações de curto prazo por obrigações de longo prazo, o que caracteriza o *funding*.

Configura-se então um cenário em que o investidor (aquele que comprará os bens de capital) necessita de *funding* e o produtor de bens de capital necessita de *finance*. Ao emitir empréstimos de curto prazo, os bancos ficam menos líquidos. O investidor não pode financiar o investimento com este tipo de título, ele precisa de um financiamento que seja compatível com as características do ativo que está adquirindo. Isto é, o fluxo de caixa do investimento, caracterizado pelo seu longo termo, não é compatível com compromissos financeiros de curto prazo, produzindo-se um descasamento entre ativos e passivos do projeto de investimento quando este é financiado com dívida bancária de curto prazo (*finance*). Os candidatos ideais para o *funding* são os agentes que possuem um volume de poupança criado a partir da renda que surge no âmbito do processo do multiplicador desencadeado pelo gasto decorrente do *finance*. Porém, não existe garantia de que os detentores desta nova poupança queiram preservar sua riqueza no tempo da mesma forma que os investidores desejam financiar suas dívidas. A preferência pela liquidez dos poupadores pode inviabilizar o processo de *funding*. A separação das decisões de investir e poupar ressalta a importância do papel do sistema financeiro no crescimento, especialmente na compatibilização dos horizontes distintos de aplicação de investidores produtivos e poupadores/proprietários de riqueza em geral.

Na perspectiva Pós-Keynesiana, os bancos, como qualquer firma capitalista, tomam suas decisões de portfólio orientados pela expectativa de maiores lucros, levando em conta sua preferência pela liquidez e suas avaliações de riqueza financeira, em condições de incerteza. Desse modo, em momentos de crescimento e menor incerteza tendem a ampliar o crédito e até mesmo a financiar posições (ativos) de longo prazo, temporalmente descasadas com os passivos, que são em geral de curto prazo.

Todavia, esta funcionalidade do sistema financeiro doméstico, isto é, sua capacidade de financiar o crescimento da economia de modo sustentado,⁴ em geral não está presente

⁴ A definição com maior rigor de funcionalidade do sistema financeiro está feita na seção 1.2.4.2 deste capítulo.

nas economias em desenvolvimento (periféricas, isto é, economias com baixa e média renda *per capita*). Conforme Resende,

Nestas economias não estão presentes mecanismos tradicionais de funding requeridos para mitigar a ascensão da fragilidade financeira que acompanha o crescimento das economias monetárias (...) nas economias periféricas o mercado de capitais não se desenvolveu. O financiamento privado de longo prazo inexistente e o mercado interno de títulos e a bolsa de valores doméstica não são adequados para articular mecanismos de finance-funding. Nessas estruturas (...) o financiamento e a sustentabilidade do crescimento dependem, então, da montagem de arranjos financeiros alternativos (...), necessários para minimizar a ascensão da fragilidade financeira e garantir a sustentabilidade do crescimento econômico (RESENDE, 2005, p. 34-36).

Conforme Studart (1995) e Resende (2005), estes arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance-funding* podem ser representados por três fundos, a saber, o fundo interno às firmas, o fundo público e o fundo externo – estes fundos estão definidos na seção 1.2.4.2. A hipótese central desta tese é que estes três fundos substituíram os mecanismos de *finance-funding* na economia brasileira e tiveram papel relevante para financiar seu ciclo completo (fases ascendente e descendente) de crescimento, iniciado em 2004 e cujo término se deu em 2016.

Não obstante, os ciclos das economias periféricas são afetados não somente pelas deficiências do seu mercado de capitais, que retiram funcionalidade do sistema financeiro. Eles são afetados, também, e com especificidades próprias das economias periféricas, pelos ciclos do sistema financeiro internacional, conforme analisado a seguir, além de outros fatores não menos relevantes, como suas instituições e políticas econômicas e sociais.

1.2.3.1 O Circuito finance–investimento–poupança–funding na Economia Aberta

De acordo com Minsky (1986), nos períodos de aumento do investimento, as expectativas otimistas geradas pelo *boom* reduzem as margens de segurança na concessão de crédito e formam um quadro de fragilidade financeira, podendo criar situações de instabilidade e reversão nas expectativas empresariais, revertendo, assim, o processo de crescimento. Nas palavras de Resende e Amado,

A instabilidade ascensionista a que se refere Minsky está associada à sua classificação das unidades econômicas de acordo com o grau de vulnerabilidade/fragilidade financeira. Para tanto, ele estabelece três categorias de unidades que têm estruturas financeiras distintas e demonstra como a forma de financiamento e a atuação do sistema financeiro tende a ampliar a participação das unidades mais vulneráveis, fragilizando assim o sistema econômico como um todo e permitindo, por um lado, um boom econômico e, por outro, gerando as condições para que a economia entre em crise num momento posterior. (RESENDE; AMADO, 2007, p. 45).

Os autores destacam que as análises de Minsky estavam associadas a economias fechadas, entretanto, trabalhos recentes (ARESTIS; GLICKMAN, 2002; RESENDE, 2005; PAULA; ALVES JR., 2000; LOPEZ, 1997) têm procurado aplicar esta linha de análise ao sistema financeiro internacional, tratando os países como unidades econômicas, próximas à categorização sobre vulnerabilidade desenvolvida por Minsky. Contudo, no caso da análise para economias abertas, de maneira distinta à análise de Minsky, o problema está associado não apenas à capacidade de repagamento dos projetos específicos, mas também à capacidade de geração de divisas externas que permitam esse repagamento (RESENDE; AMADO, 2007).

Ao tratar os países como unidades econômicas, as economias em desenvolvimento, ou periféricas, são classificadas na categoria especulativa/ponzi nos mercados financeiros mundiais, enquanto as economias desenvolvidas, ou centrais, são classificadas na categoria hedge. Esta classificação está relacionada à capacidade de tais economias gerarem o influxo líquido de divisas externas necessário para honrar seus compromissos financeiros internacionais. Neste sentido, considera-se que as economias em desenvolvimento têm menor capacidade de gerar este influxo líquido de divisas, caracterizando uma incerteza relativamente mais elevada por parte do sistema financeiro internacional em relação a estes países, implicando em uma menor disponibilidade de crédito, quando comparado com as economias centrais.

Todavia, nas fases ascendentes dos ciclos de liquidez internacional, a incerteza é amenizada e o otimismo generalizado permite a expansão dos fluxos de capitais para a periferia (países especulativos e ponzi), melhorando a oferta de *finance* e corrigindo possíveis situações de escassez de divisas externas, afastando a restrição externa ao

seu crescimento. Desse modo, a vulnerabilidade externa, decorrente de déficits crônicos em transações correntes, fica camuflada pela melhora do saldo do balanço de pagamentos. Mas, nas fases descendentes dos ciclos, o otimismo se desfaz e há um racionamento dos fluxos de capitais mais intenso para a periferia. Conseqüentemente, a incerteza sobre a disponibilidade futura de *finance* e de crédito externo cresce na periferia, evidenciando a sua vulnerabilidade externa e a percepção do sistema financeiro internacional sobre sua posição especulativa/ponzi.

Neste contexto, quando as expectativas no sistema financeiro internacional se reverterem de otimistas para pessimistas, seus agentes adotam comportamento assimétrico, elevando o racionamento de crédito exatamente para as unidades que mais precisam dele, os países especulativos e ponzi, *vis-à-vis* os países hedge. O resultado é a escassez de divisas externas e, muitas vezes, a crise cambial nos países periféricos, tornando seus ciclos econômicos mais aderentes aos ciclos do sistema financeiro internacional *vis-à-vis* os ciclos das economias hedge (RESENDE; AMADO, 2007).

Este processo é também explicado pelo modelo de Hierarquia de Moedas, segundo o qual há no sistema financeiro internacional uma hierarquia para os prêmios de liquidez das moedas, sendo o dólar a moeda de maior prêmio de liquidez, se situando no topo desta hierarquia (FRITZ; PAULA; PRATES, 2016). As moedas das economias especulativas e ponzi são aquelas que estão na base da hierarquia de moedas, visto que nos períodos de incerteza e pessimismo no sistema financeiro internacional a “fuga para liquidez” se dá justamente pela troca dessas moedas pelas conversíveis, capazes de liquidar contratos no plano internacional, requisito que lhes garante maior prêmio de liquidez – ou seja, a fuga para liquidez ocorre pela troca de ativos denominados em moedas não conversíveis por ativos denominados nas moedas conversíveis, tais como o Dólar e o Euro.

De outro lado, mesmo nos períodos de otimismo no sistema financeiro internacional economias especulativas e ponzi têm que compensar a menor liquidez e o maior risco dos ativos denominados em suas moedas com taxas de juros elevadas. Portanto, o aumento da taxa de juros nestas economias possibilita a expansão dos fluxos de capitais

em direção a elas quando a preferência pela liquidez está baixa no sistema financeiro mundial. Disto resulta a apreciação das moedas das economias especulativas e ponzi e aumentos do seu passivo externo (vulnerabilidade externa). A reversão das expectativas nos mercados financeiros mundiais produz a citada fuga para liquidez gerando, muitas vezes, crise cambial nessa categoria de economias. Este processo resulta, também, na perda de autonomia de política monetária nas economias especulativas e ponzi, que colhem taxas de câmbio mais voláteis e ciclos mais aderentes aos do Sistema Financeiro Internacional, quando comparadas com as economias hedge (RESENDE, 2019).

1.2.4 A decisão de investir e o financiamento do investimento

Na literatura pós-keynesiana, a decisão de investir dos agentes resulta de um processo de escolha de ativos, que ocorre no ambiente de uma economia monetária de produção. Este ambiente é caracterizado por três fatores principais: o tempo (irreversível), a incerteza (não probabilística) e a moeda (que confere um prêmio de liquidez ao garantir aos investidores segurança e flexibilidade diante da incerteza). Estes fatores em conjunto tornam a decisão de investir um processo de escolha de ativos condicionada pelo estado de expectativa a longo prazo dos agentes.

No momento em que decidem sobre seus investimentos, os agentes comparam a taxa própria de juros da moeda (que basicamente corresponde ao seu prêmio de liquidez) com as taxas próprias de juros dos demais ativos, como os bens de capital, títulos, entre outros. A escolha final entre estes ativos é determinada essencialmente pela incerteza que afeta o estado de expectativa dos agentes. Quando as expectativas são otimistas e é baixa a incerteza em relação ao retorno futuro do investimento em ativos reais, que apresentam pequenos prêmios de liquidez, este é estimulado.

Keynes trata da decisão de investir nos capítulos 11 e 12 da Teoria Geral. No capítulo 11 desenvolve uma regra definida de cálculo da eficiência marginal do capital (EMC) e no capítulo 12 defende a importância para o cálculo da EMC da noção do “*animal spirit*”, das expectativas a longo prazo e das convenções sob o argumento de que o cálculo atuarial não é possível quando prevalece a incerteza em relação ao futuro. Para os Pós-

Keynesianos prevalece o “*insight*” do Capítulo 12, pois, como argumenta Carvalho (1992, p. 118), estes consideram que “... *the role of the marginal efficiency concept is to offer a theoretical measure of returns, in the same sense as the own-rates of interest, to allow the exposition of the argument to be developed with formal rigor.*”

A EMC é definida por Keynes “como sendo a taxa de desconto que torna o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta” (KEYNES, 1936, cap. 11, p. 101). Em outras palavras, trata-se da relação entre o rendimento futuro que se espera de uma unidade adicional de capital e o seu custo. Keynes mostra que existe uma relação inversa entre investimento e EMC e enumera dois motivos: (i) quando o investimento em dado tipo de capital aumenta, a concorrência entre os capitalistas aumenta e o lucro esperado de cada um fica menor, ou seja, reduz o numerador da relação que determina a EMC; (ii) o aumento do investimento exerce uma pressão sobre as fabricas produtoras daquele dado tipo de capital, provocando uma elevação do preço de oferta destes bens de capital, isto é, do seu custo de produção, devido à hipótese de heterogeneidade dos fatores de produção.⁵ A relação entre EMC e investimento é específica para cada bem de capital, tornando necessária a agregação das EMCs e dos investimentos para encontrar a relação para a economia como um todo e assim obter a curva de EMC. O empresário para de investir no ponto em que a EMC se torna igual à taxa de juros, desse modo, a taxa efetiva de investimento corrente tende a aumentar até o ponto em que não haja mais nenhuma classe de bem de capital cuja eficiência marginal exceda a taxa de juros corrente.

Dois pontos são importantes nesta teoria: (i) a EMC se refere aos rendimentos futuros e não aos rendimentos presentes; (ii) os rendimentos futuros são motivo de estimativas hipotéticas que estão sujeitas a grandes alterações. Estas alterações acontecem porque

⁵ No capítulo 2 da Teoria Geral, Keynes aceita a hipótese “Clássica” de produtividade marginal do trabalho decrescente. Porém, ele negou a teoria da produtividade marginal para lucros ou juros (CARVALHO, 1992, p. 118). Ao longo da Teoria Geral ele deixa de mencionar a hipótese de produtividade marginal do trabalho decrescente e passa a trabalhar com as hipóteses de relação capital/trabalho constante e de fatores de produção heterogêneos, como ocorre no capítulo 21, e cujo resultado é, também, um custo marginal crescente e retornos decrescentes. Sobre este ponto, ver Carvalho (1992, capítulo 7).

o mundo é não ergódico e as coisas mudam, mudando o ambiente em que acontecem e os valores esperados. Neste sentido, as flutuações da EMC explicam a ocorrência dos ciclos econômicos. De acordo com a abordagem Pós-Keynesiana, o crescimento da renda e do emprego requerem o crescimento do investimento e o crescimento do investimento tende a diminuir a EMC. A queda da EMC deveria ser acompanhada da baixa correspondente da taxa de juros. No entanto, se a taxa de juros é resistente e não cai além de certo ponto, os investimentos não poderão crescer na medida necessária para eliminar o desemprego. Mesmo no caso de se ter alcançado um nível elevado de emprego, se a taxa de juros não acompanhar a queda da EMC, será impossível mantê-lo. Além disso, a própria oscilação da EMC dificulta a administração da taxa de juros em prol do investimento (CARVALHO, 1992, cap. 7).

Diante dessa forte instabilidade da EMC, que resulta das constantes alterações em relação às estimativas dos rendimentos futuros, Keynes no Capítulo 12 da Teoria Geral procurou desenvolver uma teoria que explicasse como são formadas as expectativas de longo prazo nesse ambiente de incerteza. De modo geral, os empresários se baseiam nos fatores presentes para tomarem suas decisões de investimento, pois são eles que estão disponíveis. Entretanto, o que vai determinar o lucro é o que acontecerá no futuro e há uma extrema precariedade da base de conhecimento para o cálculo do que ocorrerá. Não existe uma base de informações suficientes e relevantes para a construção das expectativas de longo prazo, e ainda que se obtenham variáveis relevantes, nada garante que elas permaneçam constantes. Mas, ainda assim, o investimento acontece, mesmo sendo uma estratégia de acumulação arriscada para os agentes. É neste ponto que Keynes desenvolve a intuição do “*animal spirit*”, uma espécie de espírito empreendedor que tornaria possível a realização do investimento em um ambiente incerto.

Sendo a base de conhecimento (pesquisa de mercado, taxa de salários, restrições institucionais, método de produção, restrições culturais, barreiras à entrada, entre outros) sobre o negócio que se pretende investir insuficiente para a construção do cenário futuro, esta deve ser complementada com a “imaginação”, o que Shackle denominou de “*figments of imagination*”, para construir cenários para a tomada de decisão. Neste

sentido, o investidor tem consciência da fragilidade da sua base de conhecimento, e a decisão de investir é tomada de acordo com o grau de confiança que advém do peso da evidência para cada expectativa formada. É neste momento que o “*animal spirit*” se revela, justificando assim decisões diferentes em relação a uma mesma base de informação. Dois investidores podem agir de forma diferente, dependendo do peso da evidência que sustenta sua decisão e do grau de confiança que deposita nela (CARVALHO, 1992, cap.7).

Além disso, diante da incerteza fundamental em relação ao futuro, a preferência pela liquidez e o comportamento convencional são mecanismos utilizados pelos agentes econômicos para se defenderem de possíveis perdas de riqueza. Ou seja, diante da incerteza em relação ao futuro, os agentes formam suas expectativas com base em convenções que guiarão suas decisões de gasto e alocação de riqueza no presente. (RESENDE, 2019)

O conceito de convenções, mais especificamente, de comportamento convencional, foi introduzido por Keynes no Capítulo 12 da Teoria Geral, quando o autor procurou compreender como são formadas as expectativas de longo prazo dos agentes. Dada a importância desse conceito para a formação das expectativas e para a decisão de investir, a seguir é feita uma definição mais precisa do conceito de convenções e do comportamento convencional na literatura Pós-Keynesiana. Também procura-se relacionar o papel do Estado na formação das convenções, ainda que Keynes não o tenha formulado explicitamente no seu trabalho.

1.2.4.1 Convenções

No Capítulo 12 da Teoria Geral Keynes desenvolve o conceito de comportamento convencional como formas de ação individual que seguiriam padrões coletivos. Utiliza a ideia de convenção como uma crença dominante em dado momento, capaz de explicar o comportamento da economia como um todo (CARVALHO, 2014). Mais especificamente, considera que a essência de uma convenção “reside em se supor que

a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança” (KEYNES, 1936, p. 163).

No capítulo 12 da Teoria Geral, Keynes comenta que o agente pode seguir a opinião da maioria quando supõe que outros agentes possam deter mais informações que ele. Mas, esta é apenas uma das interpretações do conceito de comportamento convencional de Keynes. Para Carvalho (2014), diante da incerteza fundamental, existem várias possibilidades para a trajetória futura da economia, as quais estão ligadas às decisões de gastos dos agentes entre ativos mais ou menos líquidos, no presente. Caso predomine no conjunto da sociedade a escolha por ativos mais líquidos (o que pode acontecer em momentos de maior incerteza) em detrimento dos gastos de investimento, o crescimento econômico ficaria comprometido, assim como se reduziram as expectativas de lucro. No caso oposto, a trajetória rumo à prosperidade econômica seria propiciada pelo predomínio da alocação da riqueza em bens menos líquidos, principalmente bens de capital. Visto que a trajetória futura da economia depende das decisões de gasto do conjunto dos agentes, o plano individual de alocação da riqueza de cada um deve ser consistente com os planos dos demais para evitar a frustração de suas expectativas (Carvalho, 2014). Deste modo, os agentes irão considerar as escolhas dos demais agentes em relação à alocação de suas riquezas para formarem suas expectativas em relação à trajetória futura da economia, e assim decidirem a melhor forma de preservar e/ou aumentar sua riqueza. Surge então a crença compartilhada, como resultado de uma observação mútua das escolhas individuais que tendem a convergir para valores amplamente compartilhados e aceitos, validados pela confiança dos agentes nela. (FERREIRA, 2018; CARVALHO, 2014). Portanto, convenção é a crença compartilhada dominante em dado momento (CARVALHO, 2014).

De modo geral, as convenções reduzem a incerteza, ainda que não as elimine, pois torna possível prever o comportamento daqueles que se assume compartilhar a mesma crença. Ao mesmo tempo são frágeis e voláteis, visto que não existem mecanismos que assegurem a sua permanência, revelando a base frágil sobre a qual os indivíduos formam

suas expectativas sob incerteza (CARVALHO, 2014; RESENDE; TERRA, 2018a e 2018b). Nas palavras de Keynes,

Uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, está sujeita a modificações violentas em consequência de repentinas mudanças na opinião suscitada (...), o mercado estará sujeito a ondas de sentimentos otimistas ou pessimistas, que são pouco razoáveis e ainda assim legítimos na ausência de uma base sólida para cálculos satisfatórios. (KEYNES, 1936/2007, p. 164).

Diante desta fragilidade, qual seriam as forças que orientariam ou influenciariam a formação e as modificações das convenções? Como essas forças poderiam influenciar o “estado atual dos negócios”, fortalecendo ou desestimulando as convenções prevaletentes? Embora Keynes não tenha abordado de forma explícita o papel do Estado na formação das convenções, Resende e Terra (2017) argumentam que o autor apresenta indícios dessa relação na Teoria Geral, especialmente quando considera a importância da situação existente na formação das expectativas de longo prazo.

De modo geral, Keynes considera que a condução da política econômica e o desenvolvimento de instituições que permitam a socialização dos riscos são alternativas que podem reduzir a incerteza futura e estimular a redução dos riscos inerentes ao processo do investimento. Neste sentido, considera que além da atuação do Estado, o desenvolvimento de mercados organizados em torno da liquidez, a bolsa de valores por exemplo, pode ser um mecanismo capaz de reduzir a iliquidez que afeta os bens de capital, e assim permitir que um maior número de agentes invista sua riqueza em ativos reais (ativos de capital), mesmo diante de um futuro incerto. Mostra que isso se torna possível pela formação das convenções e do comportamento convencional, que segundo Carvalho (1992) é um modo de formação de expectativas de curto prazo que pode se tornar indutor de canais de financiamento, como a compra de ações. Entretanto, a combinação entre mercados organizados em torno da liquidez e o comportamento convencional produz um efeito dialético pois, ao mesmo tempo que favorece o investimento, também abre espaço para a especulação e neste sentido aumenta a volatilidade do sistema.

Diante deste quadro, Carvalho (1992) argumenta que as condições correntes têm pouca importância sobre as decisões de investimento, porém a influência de eventos correntes poderia mudar o estado de confiança sobre a base de conhecimento vigente, mudando assim as convenções dominantes. Nesse sentido, o autor destaca que o principal canal que o presente poderia influenciar a decisão de investir seria através do financiamento do investimento, conforme analisado a seguir.

1.2.4.2 Financiamento do Investimento

No que diz respeito ao financiamento do investimento, Carvalho (1992) mostra que dois elementos devem ser considerados em sua análise: o papel da taxa de juros e a disponibilidade de fundos. A taxa de juros é considerada como elemento crucial para avaliar o preço de demanda do ativo, que equivale ao valor presente dos retornos esperados (quando a taxa de desconto é a taxa de juros). O autor mostra que sua influência, que não depende do investidor ser financiado por fontes externas, varia de acordo com o período de retenção e com a tolerância em relação às incertezas específicas de cada ativo. Já no caso em que os fundos externos são buscados pelos investidores, a influência da taxa de juros passa a ser maior.

Em relação à disponibilidade de fundos, a disposição das instituições financeiras em prover os meios necessários para implantar um dado plano de investimento e os termos sob os quais os fundos são ofertados são essenciais na análise da disponibilidade de financiamento. Especialmente em uma economia monetária de produção, em que os bancos e demais instituições financeiras podem optar por ativos mais líquidos em momentos de maior incerteza, não atendendo à necessidade de crédito de seus demandantes, e, portanto, não sendo funcional ao processo produtivo.

O conceito de funcionalidade do sistema financeiro baseado em uma perspectiva Pós-Keynesiana está ligado à solução do problema de financiamento dos investimentos e à redução da fragilidade financeira da economia. O problema do financiamento do investimento está elaborado em Keynes (1936), em particular no capítulo 12 da Teoria Geral. O conceito de fragilidade financeira está elaborado em Minsky (1986, cap. 9).

Partindo da abordagem Pós-Keynesiana, Studart (1995) formulou o conceito de funcionalidade como a seguir:

... a financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons. (STUDART, 1995, p. 103-104)

Para o autor a funcionalidade do sistema financeiro possui duas dimensões, a macroeconômica e a microeconômica. A primeira está relacionada à capacidade de o sistema financeiro ofertar *finance* e *funding* que a sociedade necessita em um dado momento, com preço e prazo compatíveis com os fluxos de caixa dos projetos de investimento, e que não coloque em risco a estabilidade do sistema financeiro. Ou seja, a funcionalidade macroeconômica ocorre quando não se verifica, no âmbito do financiamento do crescimento, o aumento da fragilidade financeira da economia, conforme definido em Minsky (1986) – segundo este autor, a fragilidade financeira da economia aumenta quando a proporção de unidades especulativas e ponzi eleva-se em relação ao total das unidades financiadas. Já na dimensão microeconômica, a funcionalidade do sistema financeiro está relacionada com a alocação dinâmica de recursos, que deve abranger economias de escala (STUDART, 1995, p.103). Em outras palavras, está associada à capacidade de se ensejar *finance* e *funding* para o setor empresarial ao menor custo possível (OREIRO, 2003; PAULA, 2013).

Minsky (1986) considera três fontes de financiamento do investimento: (i) dinheiro em mãos ou ativos de alta liquidez em carteira; (ii) fundo interno relacionado ao fluxo de lucros retidos; (iii) fundos externos que derivam de empréstimos tomados dos bancos e outros intermediários financeiros, ou captados por meio da emissão de títulos ou venda de ações. A primeira fonte, destaca o autor, resulta de situações que levam ao aumento da liquidez dos bancos e empresas, como períodos pós-guerra e após grandes recessões econômicas seguidas por estagnação dos investimentos das empresas. Em relação ao fundo interno, Minsky mostra que ele é insuficiente para financiar o investimento bruto e, dessa maneira, ressalta a importância da disponibilidade de financiamento externo como

elemento chave na decisão de investir. O autor argumenta que, além dos lucros retidos, o fluxo da renda bruta do capital deve ser também alocado para o pagamento de dividendos, dívidas empresariais, juros, amortizações e outros custos, o que limita a disponibilidade de recursos para o fundo interno. Desse modo, a decisão de investir passa a depender também das condições de financiamento que, por sua vez, dependerão do desempenho econômico durante o período entre a decisão de investir e a finalização do projeto. Conclui que o investimento é um fenômeno financeiro, fortemente determinado pelas condições de financiamento da economia. (MINSKY, 1986, p.207).

Em relação às condições de financiamento, como se verá no capítulo seguinte, as fontes externas de financiamento do investimento em economias periféricas, como a brasileira, são muito precárias, em decorrência da pouca funcionalidade do sistema bancário e do baixo desenvolvimento do mercado de capitais. Desse modo, as empresas contam com três fontes alternativas de financiamento, as quais Studart (1995) chamou de fundo interno, fundo público e fundo externo. O fundo interno, assim como destacado por Minsky (1986), relaciona-se ao fluxo de lucros retidos e tem sido, ao longo da história econômica brasileira, a principal fonte de financiamento do investimento (STUDART, 1995; RESENDE, 2005). O fundo público é formado, grosso modo, pelos recursos destinados aos investimentos públicos, pelos recursos dos bancos públicos destinados ao financiamento de longo prazo e pelos recursos que o governo abre mão a partir de desonerações tributárias e subsídios. Já o fundo externo corresponde à parcela dos recursos financeiros de origem externa que se destinam a financiar as empresas não financeiras no país. É formado pela soma da dívida externa de médio e longo prazo das empresas não financeiras e do investimento direto estrangeiro (IDE). Desse modo, depende diretamente do sistema financeiro internacional, que afeta as condições de custo e de prazo das captações no mercado internacional.

De modo geral, esses três fundos sempre estiveram associados ao financiamento dos ciclos de crescimento da economia brasileira, como mostram Studart (1995) em sua análise para o período compreendido entre 1947 e 1983, e Resende (2005), que

estendeu a análise até 2003. Ademais, Resende (2005) mostrou que os períodos de inflexão dos ciclos de crescimento estavam associados a uma desestruturação desse arranjo financeiro baseado nos três fundos, em função da adoção de políticas macroeconômicas restritivas que visavam equacionar crises cambiais.

Desse modo, os tópicos seguintes abordam as recomendações de política econômica de acordo com a abordagem pós keynesiana e procura relacioná-las, do ponto de vista teórico, com a determinação das condições de financiamento da economia, e especialmente com a constituição e desempenho dos três fundos alternativos de financiamento do investimento.

1.3 Política Econômica na abordagem Pós-Keynesiana

Para Keynes e Pós Keynesianos, as duas principais questões da economia capitalista são o desemprego e a desigualdade de renda. Para resolvê-las, consideram essencial a atuação do Estado por meio da formação de um ambiente institucional estável, crível e transparente, e da condução das políticas econômicas de forma coordenada e coerente.

Na economia monetária, a política econômica desempenha o importante papel de reduzir a incerteza em relação ao futuro, orientando e coordenando as expectativas dos agentes de modo a promover um ambiente favorável ao investimento, ao crescimento e desenvolvimento econômico. Resende e Terra (2017) mostram que o Estado pode reduzir a incerteza que prevalece no mercado, contribuindo para a construção de convenções (crenças compartilhadas) ao cumprir os seguintes papéis: (i) controle da emissão de moeda exógena que afeta a capacidade de criação de moeda endógena por parte dos bancos; (ii) fixação de impostos e arrecadação de receitas; (iii) implantação de políticas públicas; (iv) estabelecimento de leis que constroem a estrutura institucional da sociedade e (v) possuir a jurisdição legal que reforça o poder das leis (RESENDE; TERRA, 2017, p. 249).

Nesse sentido, o Estado deve agir de forma complementar ao setor privado, emitindo, como destaca Carvalho (1992, p. 205), “... *the signals that markets are not able to and of*

pointing out the directions of development that the community may desire". Assim, na abordagem Pós-Keynesiana, o governo pode orientar as convenções, criando um ambiente institucional estável e seguro, implantando políticas econômicas de forma coordenada e coerente, e atuando de forma transparente, mostrando assim as direções que busca para gerar pleno emprego e uma participação igualitária na renda. Especificamente, o Estado pode cumprir com este objetivo através de: (i) reformas institucionais para melhorar os canais que conectam os agentes, levando a uma melhor prestação de informações e compensando as desigualdades de renda; (ii) planejamento econômico para coordenar convenções e expectativas da trajetória futura da economia; (iii) uma preocupação cotidiana com as circunstâncias, para enfrentar os fracassos da economia monetária (CARVALHO, 1992; ARESTIS; FERRARI-FILHO; TERRA, 2016 *apud* RESENDE; TERRA, 2017).

No que diz respeito à política macroeconômica, Arestis; Ferrari-Filho; Terra, 2016 *apud* Resende e Terra (2017, p. 153) enumeram as três razões que tornam a política macroeconômica crucial para a superação do desemprego e da desigualdade de renda:

Firstly, they serve as an anchor to the business sector's expectations, signaling the general tendency the government pursues [...]. Secondly, one of the macroeconomic policies, namely the fiscal one, is able to directly impact effective demand [...] preventing insufficient effective demand. Thirdly, macroeconomic policies, together with the political and juridical stances, build the society's institutional structure. The more prone-to-business, stable, credible and transparent such environment is, the more it would favor good and trustful expectations, stimulating investments.

A seguir será feita uma breve descrição dos principais caminhos que a política macroeconômica deveria trilhar, de acordo com a abordagem Pós-Keynesiana, para reduzir a incerteza em relação ao futuro e construir um ambiente menos instável e mais propício ao investimento e crescimento econômico. Para Keynes, as principais políticas macroeconômicas são as políticas fiscal, monetária e cambial, que devem ser implementadas de forma coordenada e coerente com vistas à promoção do pleno emprego e redução da desigualdade de renda.

1.3.1 Política fiscal

A política fiscal possui três objetivos principais, a saber: (i) administrar os gastos e receitas do governo; (ii) regular a demanda agregada; e (iii) promover a redistribuição de renda. Por ser responsável pela fixação, cobrança e recebimento dos impostos e gerenciamento dos gastos, o governo tem o poder de influenciar a demanda agregada diretamente através do seu consumo e investimento, e indiretamente através da cobrança de impostos e de sua influência sobre a renda disponível das famílias e sobre as margens de lucro das empresas. Desse modo, o governo tem o papel, de acordo com Keynes e Pós Keynesianos, de regular a demanda agregada e suavizar o ciclo econômico, além de promover a redução da desigualdade de renda através da fixação dos impostos – estrutura tributária progressiva - e estrutura de gastos.

Keynes (1936) sugere dois tipos de orçamento público: (i) o orçamento ordinário (corrente) que deve ser sempre equilibrado ou superavitário, e (ii) o orçamento de capital que deve ser contracíclico e intertemporalmente equilibrado.

O orçamento ordinário é constituído pelos gastos públicos necessários para a manutenção da máquina pública e também dos serviços básicos que o Estado fornece à população. São gastos rotineiros que devem ser sustentados independente da conjuntura econômica, e, portanto, devem ser neutros em relação à demanda agregada. Este orçamento deve ser equilibrado, ou mesmo superavitário, sempre.

O orçamento de capital relaciona-se às despesas necessárias para estabilizar os ciclos econômicos. Para regular a demanda agregada, Keynes sugere que o Estado deve preparar e divulgar programas de investimento de longo prazo, sinalizando assim a disposição para compensar as reduções na demanda agregada através dos gastos com investimento público, quando estes se fizerem necessários (CARVALHO, 1992). Desse modo, o orçamento de capital se constitui de despesas de investimento discricionárias, principalmente aquelas que ninguém faria se o Estado não as fizesse, que devem estar previstas em um plano de investimento de longo prazo e utilizadas quando a economia apresentasse sinal de desaquecimento (ARESTIS; FERRARI-FILHO; TERRA, 2016).

O orçamento de capital e os programas de investimento público de longo prazo (efetivamente cumpridos quando necessário) seriam, então, uma maneira de o Estado atuar de forma complementar ao setor privado, garantindo a estabilidade da demanda agregada, reduzindo a incerteza em relação ao futuro e promovendo um ambiente mais adequado à formação de boas e confiáveis expectativas, necessárias para a realização do investimento privado. Além disso, o Estado não deve competir com o setor privado: recomenda-se que os investimentos públicos sejam direcionados para setores não contemplados pela iniciativa privada (devido aos altos custos e aos retornos de longo prazo), como o investimento em infraestrutura, por exemplo. Estudos mostram que o efeito *crowding-in* desses investimentos pode ser bastante relevante, por proporcionarem ganhos de produtividade, menores custos de produção e melhores lucros (ASCHAUER, 1989 *apud* RESENDE; TERRA 2017; CALDERÓN; SÉRVEN, 2004 *apud* RESENDE; TERRA, 2017), além de promoverem melhoria na distribuição da renda e redução da pobreza (ROZAS; SANCHEZ, 2004; CALDERÓN; SÉRVEN, 2004 *apud* RESENDE; TERRA, 2017).

Para financiar estes gastos, Keynes sugere que nos períodos de crescimento econômico e aumento da arrecadação o governo poupe para financiar o aumento dos gastos com investimento nos períodos de recessão, defendendo assim o equilíbrio intertemporal do orçamento de capital.

No que diz respeito ao objetivo de redução da desigualdade de renda, os Pós-Keynesianos defendem que a política fiscal pode ser utilizada como instrumento para implementar reformas institucionais, especialmente por meio da política tributária, que pode promover uma realocação da renda através da cobrança de impostos sobre as heranças e progressivos sobre a renda. Em paralelo, políticas de transferência de renda são recomendadas. Tais políticas (tributária progressiva e de transferência de renda) ainda podem impulsionar o crescimento econômico devido a dois motivos: i) a propensão média a consumir dos mais pobres é maior, com efeito positivo sobre o *animal spirit* dos empresários; e, ii) a distribuição mais equitativa da renda reduz a desarmonia social,

favorecendo a estabilidade do sistema social e econômico, com efeito positivo sobre o *animal spirits*.

Em suma, a política fiscal pode ter um forte impacto sobre o nível de atividade econômica, seja por meio da criação de convenção e expectativas otimistas sobre o futuro, estimulando o *animal spirits* e o investimento privado, seja através do seu efeito multiplicador sobre a demanda agregada. Como o efeito multiplicador dos investimentos públicos é maior que o dos gastos públicos, Keynes recomenda que o orçamento de capital seja destinado a suavizar o ciclo econômico. Ressalta-se que a política fiscal deve ser conduzida de forma complementar ao setor privado, atuando diretamente sobre a demanda agregada, ou proporcionando segurança e estabilidade e contribuindo para a formação de expectativas otimistas em relação ao futuro.

1.3.2 Política Monetária

O traço distintivo mais importante da teoria monetária de Keynes, e da visão de política monetária que dela se segue, é certamente o suposto de não-neutralidade da moeda, isto é, o postulado de que a política monetária exerce um impacto real e duradouro sobre a economia. (CARVALHO, 2005, p.324).

Partindo dessa perspectiva, a escola Pós-Keynesiana considera que a política monetária tem como principal objetivo alcançar o pleno emprego, utilizando seus instrumentos, taxa de juros e regulação, para viabilizar o investimento e o crescimento econômico. Para tanto, é necessário que ela seja capaz de garantir a estabilidade de preços, financeira, cambial e das expectativas, além de controlar a liquidez do sistema econômico.

A taxa de juros é considerada um fenômeno monetário que resulta do equilíbrio entre oferta e demanda por moeda. A oferta monetária é determinada exogenamente pela autoridade monetária e endogeneizada pela capacidade de criar moeda dos bancos, a qual varia de acordo com as expectativas e a preferência pela liquidez do sistema financeiro, dado o nível de incerteza prevalecente no mercado. Pelo lado da demanda de moeda, além dos motivos transação e precaução, Keynes também considera os motivos especulação e *finance*. A demanda por moeda por motivo especulação torna a taxa de

juros um fenômeno convencional. Os agentes formam uma ideia do que é a taxa de juros normal, de acordo com suas experiências e crenças compartilhadas, e negociam suas dívidas de acordo com a expectativa em relação aos movimentos da taxa corrente. Se a taxa de juros corrente estiver acima do que consideram normal tomarão medidas esperando sua redução, e vice-versa.

Desse modo, quando a autoridade monetária fixa a taxa de juros, ela precisa considerar a expectativa dos agentes em relação ao que consideram um nível normal da taxa de juros. Por sua vez, as expectativas com relação à taxa de juros são construídas com base no comportamento convencional, fortemente influenciado pela transparência, coerência e comprometimento estatal com as políticas econômicas implantadas e, neste caso, especialmente, com a forma de condução da política monetária.

A taxa de juros fixada pela autoridade monetária é o preço de oferta das reservas para os bancos, o que a torna um importante determinante da curva de rendimentos do sistema financeiro. Depois de estabelecer sua taxa de juros, o Banco Central conduz a política monetária no mercado de forma a manter o nível anunciado. Para este controle tem como instrumentos o recolhimento compulsório, a taxa de redesconto e as operações de mercado aberto. As operações de mercado aberto são as mais utilizadas e são realizadas através da compra e venda de títulos pelo Banco Central. Desse modo, a política monetária gerencia a oferta e demanda por moeda e administra a curva de rendimentos. Portanto, o sucesso da política monetária depende fortemente da resposta dos agentes ao Banco Central, pois sua taxa de juros funciona com a demanda por moeda dos agentes (ARESTIS; FERRARI-FILHO; TERRA, 2016; RESENDE; TERRA, 2017)

Basicamente, a taxa de juros impacta a demanda agregada através de cinco canais de transmissão: portfólio, crédito, riqueza, taxa de câmbio e expectativas. De maneira geral, maiores taxas de juros tendem a incentivar a retenção das reservas criadas no processo monetário na circulação financeira, em detrimento da circulação industrial.

O canal do portfólio está relacionado à forma que os agentes e bancos alocam suas carteiras com base no retorno esperado dos ativos, custo de carregamento e liquidez. Este canal tem início com as operações de mercado aberto, em que se trocam reservas bancárias por títulos, em geral públicos, e que promovem o ajuste de portfólio do setor bancário. Supõe-se que, normalmente, o setor bancário atua no segmento de curta maturidade da carteira de ativos. Assim, para que este canal seja eficaz no sentido de promover as condições necessárias para a realização do investimento (como a disponibilidade de *funding*, por exemplo), é importante que exista

... uma curva de rendimentos que defina relações estáveis entre as taxas de juros (e preços, portanto) de títulos de variadas maturidades, de modo que o ajuste iniciado no segmento curto do mercado acabe por transmitir-se ao segmento de maior maturidade, influenciando os preços dos bônus e, com eles, dos ativos reais de investimento com quem estes últimos guardam uma relação de substitutibilidade mais significativa. (CARVALHO, 2005, p. 329).

Desse modo, cabe à política monetária o desafio de definir uma curva de rendimentos que não seja um custo de oportunidade para o investimento produtivo. Para tanto,

... o sistema financeiro deve ser suficientemente diversificado (em termos de mercados e instituições) para que o ajuste de portfólio no setor bancário, induzido pela operação do mercado aberto, se transmita para o segmento de maturidade mais longa e não seja exaurido na simples substituição de ativos de curto prazo. (CARVALHO, 2005, p. 329).

Ou seja, segundo Resende e Terra (2018a) o objetivo da política monetária é afetar a curva de juros do sistema financeiro para estimular o investimento privado:

Conforme Keynes (1973), a taxa de juros é um fenômeno convencional, bem como a curva de juros do sistema financeiro, sendo que ambas dependem da resposta da demanda por moeda dos agentes, via motivo especulação, à política monetária. Se os agentes compartilham convenção de que o Banco Central (BC) terá êxito em reduzir e manter baixa a taxa de juros básica, eles especularão que o preço dos títulos do Tesouro subirá, e os comprarão antes disso, rebaixando a curva de juros, o que alimenta o animal spirits dos empresários. Contudo, se prevalecer a convenção de que o BC não será exitoso, o rebaixamento da curva de juros não ocorrerá. Quando o BC muda sua taxa de juros desconsiderando as expectativas dos agentes no mercado financeiro, sua política monetária pode ser inefetiva (RESENDE; TERRA, 2018a, p. 84).

O canal do crédito é definido pela forma que as instituições financeiras estabelecem a taxa de juros que cobram dos seus clientes, através de um *mark up* sobre a taxa de juros

cobrada pelo Banco Central. O aumento da taxa de juros fixada pelo Banco Central tende a tornar a concessão de crédito mais dispendiosa, inibindo a tomada de empréstimos e, conseqüentemente, a demanda por bens de capital e de consumo duráveis, por exemplo.

De maneira geral, o canal do crédito é operado através da alteração das reservas bancárias pela autoridade monetária. No caso do racionamento de crédito, por exemplo, a autoridade monetária pode reduzir a disponibilidade de reservas dos bancos, que reagem (de acordo com economia de Keynes) aumentando a preferência pela liquidez (que se torna relativamente mais valiosa devido à escassez), causando a redução da oferta de crédito, ainda que as taxas de juros ativas e o perfil de risco dos tomadores não se alterassem. Já no caso de uma política expansiva, a autoridade monetária induziria o banco a substituir reservas por empréstimos, provocando variações na taxa de juros ativa cobrada pelo banco, através da variação do custo das reservas resultantes das operações de mercado aberto. Os efeitos deste canal tendem a se apresentar principalmente no curto prazo, afetando assim o nível de atividade⁶ e não necessariamente o investimento. Além disso, observa-se que a eficácia da política monetária, através do canal do crédito, depende de como o setor bancário repassa para o resto da economia as variações de reservas operadas pelo Banco Central em suas operações de mercado aberto (CARVALHO, 2005).

O canal da riqueza deriva do impacto de variações na taxa de juros sobre o preço de mercado dos ativos financeiros e, por sua vez, da forma que as famílias utilizam estes ativos para financiarem seu consumo. O aumento da taxa de juros tende a reduzir o preço dos títulos e, dessa forma, inibir a demanda das famílias que alocam sua riqueza em títulos, por exemplo.

Em economias abertas, as mudanças na taxa de juros também impactam a taxa de câmbio, constituindo mais um canal de transmissão da política monetária. Uma variação na taxa de juros de curto prazo provoca deslocamentos na curva de rendimentos e

⁶ Carvalho argumenta que "... o crédito bancário, na circulação industrial, é absorvido principalmente no financiamento a capital de giro das empresas e no gasto de consumidores com bens duráveis, tendo impacto mais reduzido sobre investimentos, ...". (CARVALHO, 2005, p.331).

variação da rentabilidade dos ativos domésticos em relação a ativos externos, induzindo movimentos de entrada e saída de capitais no país. Estes movimentos alteram o poder de compra externo da moeda doméstica e os preços locais dos bens importados, impactando assim a demanda agregada.

O último canal de transmissão da política monetária está relacionado às expectativas dos agentes e à demanda por moeda por motivo especulação. É necessário que a autoridade monetária mantenha um estado de expectativas estável e seguro para que os agentes negociem dívidas e as operações de mercado aberto (compra e venda de títulos públicos) se realizem. Caso contrário, as convenções no sistema financeiro seriam desorganizadas, levando ao aumento da preferência pela liquidez.

Além da taxa de juros, a regulação é também um instrumento de política monetária. Pode ser definida como leis e regras que estipulam o que pode e não pode ser feito dentro das fronteiras do sistema financeiro. Por esta razão, apesar de necessitar ser atualizada e ajustada às mudanças e inovações do sistema financeiro, deve ser estável e passar aos agentes segurança e transparência. Se o Banco Central mudar continuamente o quadro regulatório, os agentes ficam confusos sobre a forma de atuação no mercado financeiro e podem preferir liquidez. Além do efeito direto sobre o comportamento dos agentes no sistema financeiro, a regulação contribui indiretamente com o Banco Central para a gestão da taxa de juros por ele fixada, reduzindo a elasticidade dela às alterações nos preços dos ativos financeiros e aos fluxos de capital estrangeiro (ARESTIS; FERRARI-FILHO; TERRA, 2016).

Desse modo, a condução da política monetária deve ser transparente, parcimoniosa, discricionária, pragmática e coordenada com as demais políticas macroeconômicas. A fixação da taxa de juros e do quadro regulatório deve considerar as expectativas dos agentes, proporcionando, através da estabilidade e do comprometimento com o bem estar da população, a construção de convenções favoráveis ao investimento e ao crescimento econômico.

1.3.3 Política Cambial

A política cambial proposta por Keynes tem como principal objetivo promover a estabilidade da taxa de câmbio, de forma a assegurar o equilíbrio externo e a estabilidade de preços. Para tanto, defende a adoção de um regime de câmbio administrado, que pode mudar com as circunstâncias, para reduzir as incertezas dos agentes privados (FERRARI-FILHO, 2006; ARESTIS; FERRARI-FILHO; TERRA, 2016; RESENDE; TERRA, 2017).

A redução da volatilidade da taxa de câmbio é importante tanto para tornar as expectativas empresariais menos incertas, como para sinalizar maior liberdade à condução da política monetária. Em relação às expectativas empresariais, Resende e Terra (2017) argumentam que a estabilidade das taxas de câmbio traz pelo menos três benefícios: (i) permite uma melhor previsão dos custos dos insumos importados e assim melhores estimativas dos custos de produção; (ii) permite aos produtores de bens *tradeables* melhorar o cálculo de suas receitas; e (iii) permite uma melhor avaliação da demanda doméstica ao estabilizar o salário real em termos de dinheiro estrangeiro.

A estabilidade cambial também permite à autoridade monetária maior liberdade para conduzir a política monetária, tanto por inibir os efeitos *pass-through* do câmbio para os preços domésticos, como por “liberar” a taxa de juros da função de atrair capital especulativo, o que poderia aumentar o custo de oportunidade e de financiamento para o investimento produtivo. Para impedir que a administração da taxa de câmbio dependa exclusivamente da taxa de juros, o que poderia elevar seu nível e torna-la mais volátil, Keynes propõe a adoção do controle sobre o fluxo de capitais para garantir a autonomia da política monetária.

Em suma, a política cambial proposta por Keynes visa garantir a estabilidade cambial e com isso contribuir para a construção de um ambiente menos incerto e com condições mais favoráveis ao investimento. Seja por permitir a formação de expectativas menos incertas por parte dos empresários, seja por garantir maior autonomia ao Banco Central para a condução da política monetária e com isso permitir que este fixe taxas de juros

menos voláteis e em patamares compatíveis com as necessidades de financiamento do investimento.

1.4 Considerações sobre a relação entre as condições de financiamento e as políticas macroeconômicas em economias periféricas

O investimento é um fenômeno financeiro, fortemente determinado pelas condições de financiamento da economia (MINSKY, 1986). Estas, por sua vez, dependem do desempenho econômico durante o período entre a decisão de investir e o financiamento do projeto. Neste sentido, entende-se que o desempenho econômico, determinado pelas condições conjunturais e estruturais da economia e influenciado pela atuação do Estado, impacta diretamente a funcionalidade e a articulação do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*.

O desempenho das economias periféricas é ainda muito atrelado aos ciclos da liquidez internacional. Como argumentam Resende (2005) e Resende e Amado (2007), existe um padrão recorrente dos ciclos de crescimento dessas economias, que está correlacionados com os ciclos da liquidez internacional e que resulta da vulnerabilidade externa. Essa vulnerabilidade, por sua vez, está associada ao baixo desenvolvimento tecnológico, à limitada diversidade produtiva e à, conseqüente, falta de competitividade dessas economias. Além disso, a estrutura produtiva, especialmente aquela voltada para o mercado externo, ainda muito baseada em bens primários como a brasileira, confere uma forte dependência, em relação à dinâmica econômica externa e à trajetória dos preços das commodities, a essas economias.

De outro lado, as moedas das economias periféricas são não conversíveis, situando-se na base da “Hierarquia de Moedas”, o que aumenta sua vulnerabilidade externa que, por sua vez, se manifesta em taxa de câmbio mais volátil e taxas de juros mais elevadas (FRITZ; PAULA; PRATES, 2016). Associada à vulnerabilidade externa, a instabilidade política e econômica, e a presença de instituições ainda fracas, constituem um ambiente mais incerto e limitam a disponibilidade e o acesso a informações e garantias necessárias para o adequado funcionamento do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*.

Como argumenta Carvalho (1992), as condições de financiamento dependem das taxas de juros e da disponibilidade de fundos. Fatores que, em uma economia monetária de produção, estão fortemente associados à formação de expectativas em um ambiente caracterizado pela incerteza. A taxa de juros por ser um fenômeno convencional e a disponibilidade de fundos, por depender da preferência pela liquidez dos agentes financeiros, além do desempenho dessas economias (ainda muito atrelado aos ciclos externos).

Dessa forma, em economias periféricas, a funcionalidade do sistema financeiro mostra-se bastante dependente das ações do Estado, especialmente em relação ao papel de formar um ambiente institucional estável, crível e transparente, de implantar e conduzir políticas econômicas de forma coordenada e coerente. No campo macroeconômico, isso se dá através de uma política fiscal que “garanta” um nível adequado de demanda agregada, de uma política monetária que seja capaz de administrar a taxa de juros em níveis favoráveis à circulação industrial, assim como uma política cambial comprometida com a estabilidade da taxa de câmbio e a competitividade da economia.

Em termos específicos, a “garantia” de demanda futura associada ao orçamento de capital e da existência, comprometimento e divulgação de programas de investimento público de longo prazo, ao reduzirem a incerteza, favorecem a decisão privada de investimento. Ainda assim, apenas a garantia de demanda futura, ainda que necessária (e possivelmente o principal determinante da decisão de investir), não é suficiente para a realização do investimento.

Como visto, a decisão de investir resulta de um processo de escolha de ativos que ocorre através da comparação entre a taxa própria de juros dos bens de capital com as taxas próprias de juros dos demais ativos, como a moeda e outros ativos financeiros. Neste sentido, a transparência e coerência das políticas econômicas torna-se extremamente importante para a construção de um ambiente menos incerto e capaz de promover a formação de expectativas mais confiáveis em relação aos retornos dos diferentes ativos. Além das políticas econômicas, a teoria keynesiana considera que o desenvolvimento de instituições, especialmente contratos, e de mercados organizados em torno da liquidez,

podem contribuir para a construção de um ambiente mais estável e favorável ao investimento (apesar do caráter ambíguo dos mercados organizados em torno da liquidez, que podem incentivar a especulação).

Como se verá no Capítulo 2, o sistema financeiro vem apresentando diversas inovações ao longo do tempo. Entretanto, observa-se que, ainda que haja um avanço em termos dos contratos e do desenvolvimento de novos mercados organizados em torno da liquidez, como a securitização e o desenvolvimento dos contratos derivativos e o surgimento dos investidores institucionais, tem prevalecido o caráter especulativo em torno dessas inovações, tornando-as pouco funcionais.

De modo geral, argumenta-se que as políticas econômicas implantadas de forma pouco transparente, e muitas vezes, confusa e contraditória, associadas a instituições ainda fracas, têm incentivado as práticas especulativas e inibido o desenvolvimento e a funcionalidade dos mercados de capitais. Além de incentivarem a preferência pela liquidez dos bancos.

Desse modo, a reduzida capacidade de os sistemas financeiros das economias periféricas fornecerem condições de financiamento adequadas para os projetos de investimento, impõe a necessidade da constituição de arranjos financeiros alternativos. Entretanto, estes arranjos também têm sua constituição e desempenho associados à conjuntura econômica e, principalmente, às políticas econômicas implementadas, reforçando assim a forte instabilidade e pouca sustentabilidade das fontes de financiamento nessas economias.

No Brasil, o arranjo financeiro alternativo aos mecanismos tradicionais de *finance-funding* sempre resultou da combinação de três fundos: fundo público, fundo interno e fundo externo (STUDART, 1995; RESENDE, 2005). O fundo público é constituído pelas contribuições do setor público ao estímulo ao processo produtivo que se podem dar de forma direta, via financiamento e investimento públicos, ou de forma indireta, via incentivos fiscais e financeiros. Já o fundo interno é constituído pelos lucros retidos setoriais, que, por sua vez, dependem dos *mark ups* e do crescimento do Produto Interno

Bruto – PIB, de cada setor. E o fundo externo é constituído pela parcela dos recursos financeiros de origem externa que se destinam a financiar as empresas não financeiras em território nacional.

O fundo público, pela sua própria constituição, está fortemente relacionado com o modelo de desenvolvimento da economia e com o padrão de intervenção estatal a ele associado. Tende a ter uma maior participação como fonte de financiamento nos períodos em que a política fiscal assume um caráter expansionista e direcionado para os investimentos públicos e maior disponibilidade de recursos para o financiamento de longo prazo via bancos públicos. Também pode atuar de forma indireta, por meio de incentivos fiscais e financeiros para o setor privado, impactando dessa forma o fundo interno das empresas, via aumento dos seus *mark ups*. Além disso, o investimento público também incentiva o investimento privado, via efeito *crowding in*. Desse modo, a formação do fundo público será tratada nesta tese como resultante da parcela da arrecadação do governo destinada aos investimentos públicos, da disponibilidade de recursos para financiamento de longo prazo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, Banco do Brasil - BB e Caixa Econômica Federal – CEF, e dos incentivos fiscais e financeiros concedidos pelo setor público.

O auto-financiamento tem sido a principal fonte de financiamento de longo prazo das empresas nas economias periféricas e tem como fonte de recursos o fundo interno. É constituído pelos lucros retidos das empresas que resultam, grosso modo, dos *mark ups* praticados e do crescimento do PIB, de cada setor. Por sua vez, a fixação dos *mark ups* depende do grau de concorrência, da taxa de câmbio, da política tributária (fundo público), da taxa de crescimento econômico e das condições de financiamento setoriais (atreladas ao fundo público). Já o crescimento do PIB setorial depende de diversos fatores como o investimento público (fundo público), o financiamento público (fundo público: BNDES, BB e CEF), o regime de política econômica, políticas industriais, mudanças tecnológicas, comércio internacional, termos de troca, etc.

O fundo externo, por sua vez, depende, em grande medida, dos ciclos do sistema financeiro internacional, que afetam as condições de custo e de prazo das captações no

mercado internacional, e é formado pela soma da dívida externa de médio e longo prazo das empresas não financeiras e do investimento direto estrangeiro - IDE. Biancarelli (2017) considera que os ciclos da liquidez internacional resultam de duas características das relações financeiras contemporâneas: o seu caráter instável e especulativo e suas assimetrias (principalmente a diferença entre as moedas nacionais). A literatura, em geral, considera que o caráter cíclico dos fluxos internacionais de capitais está relacionado, principalmente, a fatores externos aos países em desenvolvimento envolvidos neste movimento, especialmente à economia e política monetária dos países centrais e ao grau de aversão ao risco dos investidores globais. Nesse contexto, as políticas econômicas das economias periféricas, especialmente a cambial e a monetária, têm como desafio aproveitar os benefícios dos ciclos de alta da liquidez internacional de forma a promover a formação do fundo externo e, principalmente, direcioná-lo para o financiamento dos projetos de investimento. Para tanto é necessário que essas políticas sejam capazes de conter a instabilidade e minimizar o caráter especulativo desses fluxos.

Em suma, tanto a formação, a funcionalidade e a sustentabilidade do sistema financeiro, como do arranjo alternativo de financiamento do investimento das economias periféricas, revelam-se fortemente dependentes da atuação do Estado, das políticas econômicas implantadas e da dinâmica do comércio e sistema financeiro internacionais.

2 SISTEMA FINANCEIRO E FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NA ECONOMIA BRASILEIRA

2.1 Introdução

Este capítulo tem como objetivo caracterizar o sistema financeiro brasileiro (SFB), especialmente em relação à sua funcionalidade para o financiamento de longo prazo no país. Para tanto, apresenta inicialmente e de forma sucinta, as principais abordagens teóricas acerca da constituição e funcionalidade dos arranjos financeiros, em que se destacam o papel do Estado e das diferentes estruturas e inovações financeiras.

A seguir é feita uma análise da evolução do SFB em que são destacados os principais fatores que levaram à constituição de um sistema baseado no crédito, com um mercado de capitais ainda pouco desenvolvido, apesar dos avanços e evolução mais recentes.

Por fim, procura-se entender as origens da pouca funcionalidade do SFB, o papel e a importância dos fundos público, interno e externo, como fontes alternativas de financiamento do investimento no Brasil.

2.2 Desenvolvimento do sistema financeiro e financiamento de longo prazo

O sistema financeiro de um país é constituído pelas instituições financeiras (bancos, companhias de seguro e outras instituições financeiras não bancárias), pelos mercados financeiros (ações, títulos, derivativos financeiros, etc.), pela infraestrutura financeira (sistemas de informações de crédito e sistemas de pagamento e liquidação, por exemplo) e pelas regras de participação e intervenção do poder público nesta atividade.

A forma que estes componentes se desenvolvem e interagem determina a constituição de diferentes arranjos financeiros. Existe uma ampla literatura que trata da evolução dos sistemas financeiros pelo mundo e que discute quais seriam as formas mais adequadas de atuação deste sistema, de forma a contribuir para o desenvolvimento econômico. Predominam os debates em torno das estruturas financeiras, se baseadas em crédito ou

nos mercados, e aqueles relacionados à atuação do poder público no mercado financeiro. Além disso, a infraestrutura financeira, especialmente as inovações financeiras, têm adquirido importância crescente nesta literatura, em um contexto de globalização financeira e de conseqüente aumento da competição no setor.

Este tópico procura abordar sucintamente: (i) as principais abordagens sobre a forma de condução e atuação do Estado no mercado financeiro; (ii) o debate sobre as estruturas financeiras e a adequação destas para a promoção do crescimento econômico nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, (iii) a adoção de inovações financeiras nos países desenvolvidos e em desenvolvimento e a funcionalidade destas para o financiamento de longo prazo.

2.2.1 Liberalização financeira x intervenção estatal

A literatura apresenta duas abordagens principais a respeito da forma de condução do mercado financeiro, para que este cumpra suas funções com eficiência: (i) o modelo de Shaw-Mckinnon que defende a liberalização financeira; (ii) o enfoque keynesiano, baseado em argumentos das escolas novo-keynesiana e pós-keynesiana. (HERMANN, 2011).

A teoria neoclássica referente ao tema financiamento e desenvolvimento defende a liberalização financeira como essencial para a elevação dos níveis de poupança, investimento e promoção do crescimento econômico de um país. A fundamentação teórica dos modelos de liberalização financeira, que predominaram nas décadas de 1980 e 1990, tem como referência os trabalhos seminais de Shaw (1973) e McKinnon (1973). De acordo com o Modelo Shaw-McKinnon, que tem como base a teoria dos fundos emprestáveis e a hipótese dos mercados eficientes⁷, quanto maior a taxa de juros real, maior o crescimento. O mecanismo de causalidade que justifica tal argumento se

⁷ Alguns conceitos e hipóteses do paradigma neoclássico, originalmente formulados para o mercado de bens, foram adaptados ao mercado de ativos (STIGLITZ, 1994; ROSS, 1994 *apud* HERMANN, 2011): o conceito de Eficiência de Pareto (no caso do mercado de ativos entende-se a utilização plena e correta da informação disponível) e as hipóteses de informação perfeita (ou sem custos), perfeita flexibilidade de preços e inexistência ou irrelevância de custos de transação.

desenvolve da seguinte forma: maior taxa de juros real leva ao aumento da poupança, que incentiva a demanda por novos ativos financeiros que, por sua vez, eleva a disponibilidade de crédito, aumentando assim a taxa de investimento agregado e o crescimento econômico.

No modelo Novo-Keynesiano, a hipótese dos mercados eficientes de Shaw-Mckinnon é substituída pela hipótese das falhas de mercado. Hermann (2011) aponta cinco tipos de falhas de mercado: a) custos de transação; b) custos e assimetria de informação; c) externalidades positivas e negativas; d) mercados incompletos; e) concorrência imperfeita.

Diante dessas falhas de mercado, os Novos Keynesianos consideram que o desenvolvimento financeiro ocorre quando os instrumentos financeiros, os mercados e os intermediários melhoram – embora não eliminem necessariamente – os custos de aquisição de informações, a execução de contratos e a realização de transações. Assim, o desenvolvimento financeiro estaria relacionado às melhorias no cumprimento das funções do mercado financeiro, que podem ser classificadas em cinco categorias: (i) produção de informações *ex ante* sobre possíveis investimentos, (ii) monitoramento de investimentos e implementação de governança corporativa, (iii) negociação, diversificação e gerenciamento de risco, (iv) mobilização e alocação de poupança, e (v) troca de bens e serviços. (LEVINE, 2005)

Porém, a escola Pós Keynesiana considera que a incerteza, intrínseca às operações financeiras e econômicas, é a grande fonte de não funcionalidade do mercado financeiro. Neste sentido, considera que ainda que as falhas de mercado sejam administradas de maneira satisfatória pelo sistema financeiro, a inexistência de grande parte das informações necessárias para o cálculo do retorno dos projetos de investimento restringe a alocação eficiente dos recursos (KREGEL, 1980). Cabe observar que os Pós-Keynesianos trabalham com o conceito de funcionalidade do sistema financeiro, que difere do conceito de eficiência, frequentemente utilizado pela escola neoclássica.

Diante da incerteza fundamental, a promoção da funcionalidade do sistema financeiro requer o desenvolvimento de alguns mecanismos que possam minimizar a incerteza, como a fixação de contratos, a constituição de mercados secundários, o comportamento convencional (KEYNES, 1936, cap. 12), e a diversificação da carteira de ativos (TOBIN, 1958). Estes mecanismos podem atuar para reduzir a preferência pela liquidez que, por sua vez, é,

...na visão de Keynes, a principal fonte de ineficiência macroeconômica na alocação de recursos, tanto no mercado de ativos, onde cria uma tendência curto-prazista que dificulta (e encarece) o financiamento dos investimentos, quanto no mercado de bens, sendo, neste último, a principal causa das recessões (HERMANN, 2011, p. 407).

Para minimizar os custos e riscos das falhas de mercado, especialmente da assimetria de informação, World Bank (2015) recomenda a implantação de políticas que visem o fortalecimento das instituições, a garantia dos contratos (ambiente institucional sólido) e a estabilidade política e macroeconômica. Nesta mesma linha, as recomendações da escola Pós-Keynesiana se baseiam em uma atuação sistemática do Estado no mercado financeiro, de forma a contribuir para: (i) reduzir a instabilidade macroeconômica, e assim contribuir para a redução do grau de incerteza que afeta o mercado; b) manter sob controle o grau de fragilidade financeira com que opera o mercado; c) conter e, idealmente, compensar a tendência curto-prazista do mercado, de modo a ampliar a disponibilidade de crédito para atividades cujos ativos sejam, em regra, identificados (pelas instituições financeiras e poupadores privados) como ativos de baixa liquidez, por conta de retornos e riscos muito incertos (HERMANN, 2011).

O modelo Shaw-McKinnon teve influência crescente entre gestores de política econômica e acadêmicos. Entretanto, as experiências de liberalização econômica que prevaleceram nos anos 1960 e 1970 não foram, em geral, bem sucedidas. Especialmente, em razão de crises bancárias e cambiais que se seguiram à sua implantação. (HERMANN, 2003).

No plano acadêmico, pesquisadores desenvolveram testes econométricos sobre as relações teóricas do modelo. Fry (1980) estimou o custo da repressão financeira em países em desenvolvimento, através de estimativas da função poupança e do

crescimento. Concluiu que o custo da repressão financeira parece ser de cerca de meio ponto percentual no crescimento econômico para cada ponto percentual que a taxa real de juros é definida abaixo do seu ponto de equilíbrio. No entanto, os testes econométricos realizados por Shaw-McKinnon apresentaram alguns resultados desfavoráveis ao mecanismo de causalidade descrito anteriormente, especialmente devido ao baixo poder explicativo da taxa real de juros e da taxa de poupança agregada.

Vários estudos argumentam que, ao contrário do que esperava seus defensores, a liberalização financeira apresentou várias falhas, dentre elas: poupança doméstica não respondeu positivamente à liberalização; não promoveu investimentos de longo prazo em projetos e setores considerados centrais; incentivou os investimentos temporários e insustentáveis (“*speculation-led development*”)⁸; levou a crises monetárias e bancárias nos países em desenvolvimento; aumentou a desigualdade de renda (pequena parcela da população pode explorar os ganhos especulativos proporcionados pela liberalização); levou à prática de políticas que favorecem o interesse econômico das comunidades financeiras (baixa inflação, aumento da taxa de juros e redução dos gastos do governo); e, apesar de mudar a forma, não reduziu o nível de corrupção ou ineficiência. De uma maneira geral, mostram que a liberalização levou ao aumento da concentração econômica (favorecendo grandes empresas) nos países em desenvolvimento, promoveu a especulação, aumentou o risco sistêmico, a volatilidade e a fragilidade financeira, e

⁸ GRABEL (1995) argumenta que a liberalização financeira pode levar a um tipo particular de desenvolvimento, denominado pela autora como “Speculation-Led Economic Development”, caracterizado pela predominância de práticas de investimento de risco e estruturas financeiras incertas (incentivo ao investimento direto em atividades não produtivas na busca de lucro, maior probabilidade de crises financeiras, alocação equivocada de crédito e redução das taxas de crescimento econômico real). De acordo com a autora, a liberalização financeira em países em desenvolvimento impede o crescimento porque induz efeitos macroeconômicos adversos e a redução da oferta de fundos emprestáveis. A fundamentação teórica de tal teoria inclui conceitos Pós-Keynesianos (endogeneidade das expectativas e fragilidade financeira) e Novo-Keynesianos (seleção adversa e racionamento de crédito). Mostra que, em tal contexto, a economia é forçada a suportar um grau de risco maior do que o que enfrentaria na ausência da liberalização financeira, devido à predominância de projetos de investimento de alto risco e alto retorno em um horizonte de curto prazo (como o aumento do risco exerce uma pressão para alta dos juros, ele pode explicar a redução do investimento real). A autora conclui destacando a necessidade da intervenção governamental para reduzir a volatilidade e a instabilidade. Mostra que as opções de regulação são vastas e que é necessário avaliar regimes regulatórios alternativos que são compatíveis com um desenvolvimento mais amplo e com objetivos sociais.

potencializou a ocorrência de crises financeiras nos países em desenvolvimento (GRABEL, 2010; CHANG; GRABEL, 2004; GRABEL, 1995; DIAZ-ALEJANDRO, 1985).

Mesmo diante destas limitações, o compromisso com a liberalização financeira foi mantido. Entretanto, diante das falhas apresentadas, especialmente nos países em desenvolvimento, a prescrição foi modificada repetidamente para dar conta dessas falhas sem sacrificar a ciência econômica que fundamentou tal prescrição (GRABEL, 2010). Entre as adaptações pelas quais passou o modelo, destacam-se: (i) a maior abrangência, passando a incluir medidas de ajuste macroeconômico, saneamento, reestruturação, controle prudencial e supervisão do mercado bancário e (ii) a proposta de sequenciamento das reformas, especialmente quando aplicadas aos países em desenvolvimento (HERMANN, 2003).

Conforme Hermann (2003) e Grabel (2010), o novo modelo de liberalização financeira acabou se rendendo ao enfoque Keynesiano, especialmente por admitir, entre outras coisas, intervenção governamental na composição do portfólio do mercado, e manutenção de linhas de crédito público em economias sujeitas a elevado risco macroeconômico. Entretanto, continuou apresentando falhas, as quais Grabel (2010) atribui como principais causas: (i) o recurso frequente ao revisionismo que confere um caráter ideológico para a abordagem neoclássica sobre a liberalização financeira; (ii) o fato de que os defensores da liberalização não conseguem apreciar a importância crítica das especificidades nacionais, do “*path dependence*”, da incorporação de atores e instituições, da natureza indiscutível da incerteza na tomada de decisões econômicas, e a da volatilidade intrínseca dos mercados financeiros liberalizados, líquidos e internacionalmente integrados. A autora argumenta que tais falhas

... leads Keynesians (and other heterodox economists) to conclude that the failure of this prescription stems not from improper implementation, but rather from the inappropriateness of the model itself and from the futility of efforts to graft it onto diverse national contexts. (GRABEL, 2010, p. 16).

A crise financeira internacional de 2008 revelou falhas estruturais profundas na arquitetura institucional de contratos, fundos e mercados que compunham o sistema

financeiro desregulamentado (GUTTMANN, 2008). Desse modo, criou espaço político e intelectual para novas experimentações e abordagens teóricas, especialmente aquelas relacionadas ao pensamento Keynesiano, cujas ideias, como destaca Grabel, “*is ever more relevant now as we seek to understand the economic challenges of the 21st century*”. (GRABEL, 2010, p. 2).

Ou seja, não há como falar em desenvolvimento financeiro e crescimento econômico desconsiderando o papel das falhas de mercado e, especialmente, da incerteza na atuação do mercado financeiro. Como descrito anteriormente, a escola Keynesiana considera que a existência das falhas de mercado e a incerteza requerem uma atuação consistente do Estado na promoção da estabilidade macroeconômica e política, assim como na construção de instituições sólidas, de forma a contribuir para a formação de um ambiente mais favorável ao desenvolvimento financeiro e conseqüentemente, ao crescimento econômico.

2.2.2 Estruturas financeiras

A literatura que trata da distinção entre as estruturas financeiras, de modo geral, classifica os sistemas financeiros como baseados no mercado ou baseados em crédito, de acordo com a relação predominante entre tomadores e emprestadores de recursos. Levine (2005) faz uma extensa revisão deste debate, que segundo o autor vem se desenvolvendo a mais de um século. De uma maneira geral, mostra que os defensores dos sistemas baseados em crédito argumentam que os sistemas baseados no mercado apresentam deficiências fundamentais que os impedem de adquirir informações sobre as empresas e supervisionar seus gerentes, prejudicando a alocação eficiente dos recursos e o desempenho da economia. Como os bancos não apresentam estas deficiências, eles podem desenvolver um trabalho mais eficiente na obtenção de informações, supervisão de gerentes e financiamento da expansão industrial. Por sua vez, os proponentes dos sistemas baseados no mercado afirmam que os mercados oferecem um conjunto mais rico de ferramentas de gerenciamento de riscos que permitem maior personalização de instrumentos de melhoria de risco. Argumentam que embora os sistemas baseados em

bancos possam fornecer serviços de gerenciamento de risco básicos e econômicos para situações padronizadas, os sistemas baseados no mercado oferecem maior flexibilidade para adaptar produtos. Assim, defendem que à medida que as economias amadurecem e precisam de um conjunto mais rico de ferramentas de gerenciamento de risco e maiores opções de fontes de financiamento, a construção de um ambiente legal e regulatório que apóie a evolução das atividades baseadas no mercado seria mais adequada (LEVINE, 2005).

Este debate acerca de qual estrutura financeira seria mais adequada para a promoção do crescimento econômico de um país prevaleceu até os anos 1980, em um contexto de maior regulação econômica e de maior isolamento destes mercados. Carvalho (2003) destaca que o movimento de liberalização financeira que se iniciou nos anos 1980 em todo o mundo provocou uma mudança estrutural no sistema financeiro, demandando novas formas de atuação deste sistema e apontando para a complementariedade entre os mercados.

Nesse contexto, alguns autores passaram a considerar que a contraposição entre sistemas baseados em mercado e baseados em crédito pode ser um falso problema, como mostram Merton (1992; 1995), Merton e Bodie (1995; 2004), Levine (1997; 2005) e Carvalho (2003). Estes autores defendem que a questão crucial para o crescimento é se a economia tem acesso a um sistema financeiro funcional, ou seja, um sistema financeiro que seja capaz de fornecer o crédito que a sociedade necessita em um dado momento, com preço e prazo compatíveis, e que não coloque em risco sua estabilidade. Partindo deste ponto de vista, esta literatura considera que mercados e bancos podem fornecer serviços financeiros complementares⁹ e que um sistema financeiro mais diversificado poderia atender a distintas demandas de forma mais eficiente e funcional (BOYD; SMITH, 1998; LEVINE; ZERVOS, 1998; HUYBENS; SMITH, 1999). Levine

⁹ A esse respeito, Levine (2005) cita os trabalhos de Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1996), que mostram que o aumento no desenvolvimento do mercado de ações tende a aumentar o uso do financiamento bancário nos países em desenvolvimento. Sylla (1998 *apud* Levine, 2005) descreve a interdependência dos bancos e dos mercados de valores mobiliários na prestação de serviços financeiros à economia dos EUA no final do século XVIII e início do século XIX (SYLLA, 1998).

(2005) ainda apresenta uma terceira linha de argumentos contra a distinção entre sistemas baseado em mercados e baseado em crédito, que é a visão de que as diferenças entre os sistemas jurídicos nacionais no apoio às transações financeiras são a fonte fundamental de diferenças internacionais no desenvolvimento financeiro (LA PORTA *et al.* 2000 *apud* LEVINE, 2005).

Em termos gerais, a análise da evolução dos sistemas financeiros entre os países mostra que em economias menos avançadas os mercados financeiros são quase inteiramente baseados em crédito, dominados pela intermediação bancária. À medida que os sistemas financeiros se desenvolvem eles se tornam baseados no mercado e a maturidade dos financiamentos se alonga.

Nos países em desenvolvimento a incerteza e as falhas de mercado são mais presentes e expressivas e limitam a produção, disponibilidade e o acesso a informações necessárias para o adequado funcionamento do sistema financeiro, especialmente para o desenvolvimento do mercado de capitais. À medida que o ambiente institucional e econômico se torna mais estável e confiável, a formação de expectativas é favorecida, a confiança dos agentes econômicos e financeiros aumenta, a produção de informações e o acesso a elas se torna mais fácil e menos custoso, o que permite o crescimento e desenvolvimento das instituições financeiras e, especialmente, do mercado de capitais.

Como nos países em desenvolvimento ainda existe muita instabilidade política, macroeconômica e as instituições são ainda fracas, o desenvolvimento do mercado de capitais fica comprometido e o crédito bancário se torna a principal fonte de financiamento, com custos mais altos, o que limita o acesso das empresas ao financiamento de longo prazo. Isso porque, se as informações não estão disponíveis de forma satisfatória no mercado, elas precisam ser produzidas e monitoradas pelos agentes financeiros, no caso os bancos, o que aumenta o custo. Além disso, o ambiente institucional fraco, em que as garantias ainda não são bem definidas, contribui negativamente para a concessão de crédito por parte destas instituições. Entretanto, à medida que as falhas de mercado e a incerteza se reduzem e o ambiente propício ao desenvolvimento do sistema financeiro é construído, tanto o mercado de crédito, como o

mercado de capitais se beneficiam, tornando assim a oferta de crédito, especialmente de longo prazo, mais funcional ao financiamento, em particular por permitir o alongamento dos prazos.

Pelo lado da demanda pelos financiamentos, especialmente em relação ao mercado de capitais, é necessário que as empresas que pretendam atuar neste mercado: (i) sejam capazes de elaborar a informação relevante para a emissão de títulos para colocação no mercado, o que significa a adoção de sistemas de contabilidade padronizados, transparentes e confiáveis; (ii) sejam capazes de avaliar as vantagens de cada canal de tomada de recursos para utilizar-se das operações de mercado de capitais quando elas são recomendáveis; (iii) adotem sistemas de gerenciamento modernos e transparentes, permitindo aos aplicadores monitorar essas empresas para avaliar se as disposições contratuais estão sendo seguidas; (iv) tenham uma dimensão relativamente grande, para que suas colocações de papéis não sejam excessivamente esporádicas, reduzindo a sua liquidez (CARVALHO *et. al.*, 2007).

Diante destes requisitos, é mais difícil que estes mercados prosperem nos países em desenvolvimento, onde a incerteza e as falhas de mercado se apresentam de forma mais expressiva, onde a grande maioria das empresas são de pequeno e médio porte e têm recursos limitados para se tornarem aptas a atuar nestes mercados. Deste modo, têm como principal fonte de financiamento externo o crédito bancário, com custos e prazos, muitas vezes, incompatíveis com suas necessidades de financiamento. Pelo lado do prestador, ainda que em muitos países as instituições financeiras venham apresentando um nível satisfatório de desenvolvimento em relação à oferta de inovações financeiras, sofisticação tecnológica e eficiência operacional, estes instrumentos têm se mostrado pouco funcionais para o financiamento do investimento. Em muitos casos, a carteira de ativos dos prestadores oferece opções mais lucrativas e menos arriscadas que o financiamento dos projetos de investimento, o que incentiva o comportamento curto prazista e especulativo dos bancos, muitas vezes favorecido pela condução da política econômica.

2.2.3 Inovações financeiras e o financiamento de longo prazo

Como visto no primeiro capítulo, o investimento é um dos determinantes do crescimento econômico de longo prazo. As decisões de investimento são permeadas pela incerteza fundamental que, por sua vez, influencia tanto as decisões de investimento por parte dos empresários, quanto às decisões de alocação de recursos por parte dos poupadores e intermediários financeiros. Reduzir a incerteza futura deveria ser então o objetivo principal das políticas econômicas, de forma a propiciar um ambiente mais adequado para as decisões de investimento privado e alocação de recursos.

A teoria Keynesiana aponta alguns caminhos que poderiam contribuir com a construção desse ambiente mais estável, entre os quais se destacam: (i) a formulação de uma política econômica de longo prazo que proporcionasse a redução da incerteza relacionada a flutuações cíclicas da economia; (ii) desenvolvimento de instituições, especialmente contratos, que permitisse a socialização dos riscos; (iii) desenvolvimento de mercados organizados em torno da liquidez, de forma a reduzir a iliquidez que afeta os bens de capital fixo, o montante individual investido e o risco individual.

O desenvolvimento dos mercados organizados em torno da liquidez pode, no entanto, impactar de forma ambígua a disponibilidade de recursos para o financiamento do investimento. Por um lado, eles encorajam muitos agentes a investirem suas riquezas, mesmo diante de um futuro incerto, através da construção de convenções. Por outro lado, a liquidez abre espaço para a especulação por permitir aos agentes se anteciparem ao mercado, além de poderem contar com arranjos institucionais e outros tipos de suporte que aumentam a segurança com a qual todos os tipos de negócios, incluindo investimento, são feitos. Desse modo, emerge um incentivo geral para operações especulativas mais ousadas, desde que agentes mais avessos ao risco possam contar com redes de segurança institucional suficientes para garantir iniciativas aventureiras, podendo incentivar ataques especulativos. E que indivíduos menos hábeis ou menos informados possam participar do mercado, podendo ser manipulados e contribuir assim para ampliar desequilíbrios que possam surgir (CARVALHO, 1992, cap.7).

Portanto, a incerteza quanto ao futuro confere, naturalmente, um caráter ambíguo ao desenvolvimento das instituições criadas para aumentar a estabilidade econômica, mas que podem aumentar também a sua volatilidade. É com este enfoque que esta tese procura analisar as inovações financeiras e a funcionalidade destas para o financiamento de longo prazo e para o crescimento econômico.

As inovações financeiras ganharam importância a partir da década de 1970, quando se iniciou um intenso processo de transformação do mercado financeiro, o qual prossegue até os dias atuais. Em linhas gerais, esta mudança começou como resposta ao aumento da instabilidade financeira causado pelo esgotamento do sistema cambial de Bretton Woods, pelo aumento da inflação e pela utilização de elevadas taxas de juros como instrumento de política monetária. Em paralelo, o avanço tecnológico, especialmente nos setores de informática e comunicações, o surgimento de uma cultura de menor intervenção do Estado e de conseqüente desregulação e liberalização da atividade financeira contribuíram para as transformações do setor. Esta mudança de cenário levou as instituições financeiras a inovarem¹⁰ para se manterem competitivas e crescerem em uma economia de mercado (CARVALHO *et al*, 2007, cap. 20).

Dentre as principais inovações e transformações por que vêm passando os sistemas financeiros em todo o mundo, destacam-se: (i) crescimento do financiamento direto em detrimento de operações intermediadas, através da securitização; (ii) emergência de contratos derivativos associados à segmentação de riscos no processo de securitização; (iii) rápida expansão dos investidores institucionais (fundos de pensão e de investimento, por exemplo); (iv) transformação da firma bancária; (v) desregulação e liberalização financeira e a conseqüente internacionalização e globalização do mercado financeiro (STUDART, 1998; CARVALHO *et al*, 2007).

O processo de desregulação e liberalização financeira incentivou, permitiu o aumento da liquidez, expansão dos fluxos de capital para economias em desenvolvimento, e a

¹⁰ “A inovação financeira diz respeito em maior parte à implementação de acordos contratuais, que atendem às necessidades de financiamento e ou gestão de portfólio de devedores, credores e intermediários financeiros que unem os dois lados.” (GUTTMANN, 2008, p. 18).

emergência de novos atores nesse cenário. O maior acesso ao mercado financeiro internacional incentivou as empresas e até mesmo o próprio Estado dos países em desenvolvimento a recorrer ao financiamento externo, principalmente através da colocação de bônus no exterior. A securitização secundária nos mercados internacionais tem incentivado um aumento significativo da importância dos mercados de bônus e títulos.

Em relação à firma bancária, o novo cenário de atuação do mercado financeiro exigiu dela a oferta de novos produtos e serviços, dada a crescente perda de importância da função apenas comercial de receber depósitos e conceder empréstimos. Dessa forma, emergiram os bancos universais, que ofertam diferentes tipos de serviços e instrumentos e desempenham diversas funções financeiras (operações bancárias, comerciais e de investimento; gestão de fundos, fortunas privadas e seguros). Além disso, a desregulamentação permitiu que os bancos expandissem sua atuação pelo território mundial, caracterizando o processo de globalização financeira, que também inclui portfólios globais diversificados de fundos, conexões transnacionais de valores mobiliários, mercados de capitais internacionais e aumento do fluxo de capitais internacionais (GUTTMAN, 2008).

Guttman destaca que as inovações financeiras, especialmente a emergência dos investidores institucionais e dos processos de securitização, assim como dos mercados de debêntures e derivativos “contribuíram para uma virada histórica da forma preferencial de crédito: de empréstimos para valores mobiliários.” (GUTTMANN, 2008, p. 20). No entanto, segundo o autor, “as inovações apesar de dotarem o sistema de crédito geral de flexibilidade e capacidade de reação às necessidades de credores e devedores, também incentivaram a bolha de ativos, a subestimação de riscos e a alavancagem excessiva” (GUTTMANN, 2008, p. 16), reforçando o caráter ambíguo, acima referido, das inovações financeiras em uma economia monetária de produção.

Todas essas mudanças por que vem passando o sistema financeiro contribuíram para a emergência do fenômeno da financeirização, que vem sendo considerado pela literatura referente ao tema, como o atributo central do novo regime financeiro. De acordo com

Palley (2007), a financeirização é um processo pelo qual os mercados financeiros, instituições financeiras, e as elites financeiras ganham maior influência sobre a política econômica e os resultados econômicos, transformando a funcionalidade deste sistema. O autor destaca que a financeirização: (i) eleva o significado do setor financeiro em relação ao setor real; (ii) transfere renda do setor real para o financeiro; (iii) aumenta a desigualdade de renda e (iv) contribui para a estagnação do salário.

Do ponto de vista do investimento e do financiamento de longo prazo, ao deslocar recursos do “circuito industrial” para o “circuito financeiro”, a financeirização restringe o investimento. A emergência de tipos diferentes de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e fundos de hedge) e o rápido crescimento dos investidores institucionais (que se transformaram nos acionistas principais das grandes empresas) mudaram a lógica de funcionamento das empresas, que passaram a ter como principal objetivo corporativo a maximização do valor ao acionista. Dessa forma, como destaca Guttman,

A dominação dos interesses de acionistas, reforçada pela predominância de opções de ações e bônus por desempenho baseados em lucros como componentes principais da gestão de pagamentos, é suspeita de ser a maior culpada pelo desempenho apático dos investimentos com relação aos níveis historicamente elevados da lucratividade das empresas nas últimas duas décadas. (GUTTMANN, 2008, p.13).

Empiricamente, estudos têm mostrado que, a despeito do processo de financeirização, para aquelas empresas que decidem investir, as inovações financeiras – especialmente aquelas relacionadas ao desenvolvimento dos mercados de capitais, títulos e empréstimos sindicados - têm sido as principais fontes de financiamento de longo prazo, nos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

De acordo com dados publicados pelo World Bank (2015), entre 1991 e 2013, os mercados de títulos corporativos e empréstimos sindicados representaram cerca de 86% do financiamento anual total levantado pelas empresas em economias de alta renda e, cerca de 72% pelas empresas nas economias em desenvolvimento. O Relatório ainda destaca que a importância do financiamento com empréstimos sindicados aumentou ao longo do tempo. Os títulos corporativos foram a principal fonte de financiamento de longo

prazo na década de 1990, englobando cerca de 65% da dívida total emitida anualmente. Já no início dos anos 2000, os empréstimos sindicados apresentaram uma maior expansão, e em 2004 representaram 60% do total da dívida anual emitida nas economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

Entretanto, esses mercados são ainda restritos às grandes empresas, especialmente pelo grande número de requisitos a serem cumpridos e pelos altos custos fixos associados ao processo. Desse modo, para as pequenas e médias empresas, que dependem do financiamento externo, o crédito bancário continua sendo a principal fonte de financiamento, tanto nas economias desenvolvidas como nas economias em desenvolvimento.

A seguir é feita uma análise da evolução do sistema financeiro brasileiro, em que se observa que o Brasil, assim como a grande maioria dos países em desenvolvimento, tem um sistema financeiro pouco funcional ao crescimento econômico. Ainda que tenha apresentado crescimento do mercado de capitais e títulos e adotado várias inovações financeiras, como os processos de securitização e o surgimento dos investidores institucionais, eles são mercados ainda restritos às grandes empresas. Como no país predominam as pequenas e médias empresas, estas têm como principal fonte de financiamento externo o crédito bancário, que tem se mostrado pouco funcional às necessidades delas. Dessa forma, desenvolveram-se na economia brasileira arranjos financeiros alternativos aos mecanismos tradicionais de *finance e funding* (STUDART, 1995). No caso do Brasil, o autofinanciamento, o financiamento público e o crédito externo tiveram papel preponderante no financiamento dos investimentos e continuam predominando, a despeito das inovações financeiras (STUDART, 1995; RESENDE, 2005).

2.3 Evolução do sistema financeiro brasileiro

O sistema financeiro brasileiro - SFB desenvolveu-se e apresentou mudanças significativas ao longo dos anos, destacando-se a reforma financeira de 1964-67, a reforma bancária de 1988 e as mudanças mais recentes implantadas a partir da década de 1990. Não obstante, o SFB ainda apresenta uma capacidade reduzida de fornecer as condições adequadas para o financiamento dos projetos de investimento.

A reforma financeira de 1964-67 teve como objetivo principal o apoio à industrialização via oferta de mecanismos financeiros não inflacionários. Para tanto, procurou incentivar o desenvolvimento de um sistema baseado no mercado de capitais e implementou uma reforma bancária inspirada na segmentação norte americana dos sistemas financeiros. As medidas implantadas conseguiram expandir e diversificar o SFB com aumento do número de instituições brasileiras em operação de 499 em 1964 para 1.615, em média, na década de 1970; assim como o aumento da participação do crédito privado no crédito total, que passou de 26,1% em 1968 para 48,4% na década de 1970 (HERMANN, 1998, p.40). No entanto, apesar destes avanços, o mercado de capitais não se desenvolveu o suficiente para se tornar uma fonte relevante de financiamento privado de longo prazo das empresas, e a diversificação institucional não resultou na segmentação do sistema financeiro, que na prática apresentou um aumento da concentração bancária. O aumento do crédito privado se concentrou no financiamento de curto prazo e o financiamento de longo prazo foi sustentado pelo crédito público e externo na década de 1970 (HERMANN & PAULA, 2011).

A reforma bancária de 1988 seguiu a tendência mundial e teve como objetivo a liberalização e desregulamentação do sistema financeiro. Foi reforçada pelo conjunto de políticas financeiras implementadas a partir da década de 1990, influenciadas pelo consenso internacional, de cunho ortodoxo, em relação à necessidade de se criar uma nova arquitetura financeira mundial a partir, principalmente, da reforma financeira dos mercados emergentes. Tais políticas resultaram, dentre outras coisas, em maior abertura comercial e financeira da economia brasileira, intensificação das suas relações financeiras com o exterior e aumento da atuação de bancos estrangeiros no país.

As reformas citadas acima, juntamente com os cenários macroeconômicos mundial e nacional, propiciaram, na primeira metade da década de 1990 um ambiente favorável à atividade financeira. O cenário internacional foi caracterizado pelo aumento da liquidez e reinserção da América Latina nos fluxos monetários internacionais. Internamente foi alcançada a estabilização monetária com a implantação do Plano Real em 1994 e a retomada do crescimento foi acompanhada do aumento das operações de crédito e redução das operações com títulos públicos¹¹. Porém, as crises financeiras dos países emergentes, deflagradas em 1990, explicitaram as fragilidades macroeconômicas relacionadas à implantação de sistemas financeiros liberalizados e desregulamentados. Diante desse contexto, adotou-se novamente a política de juros altos para evitar a saída de capitais, o que voltou a proporcionar aos bancos privados uma aplicação financeira mais rentável e menos arriscada do que a concessão de crédito (CROCCO, 2010)¹².

Como descrevem Hermann e Paula (2011),

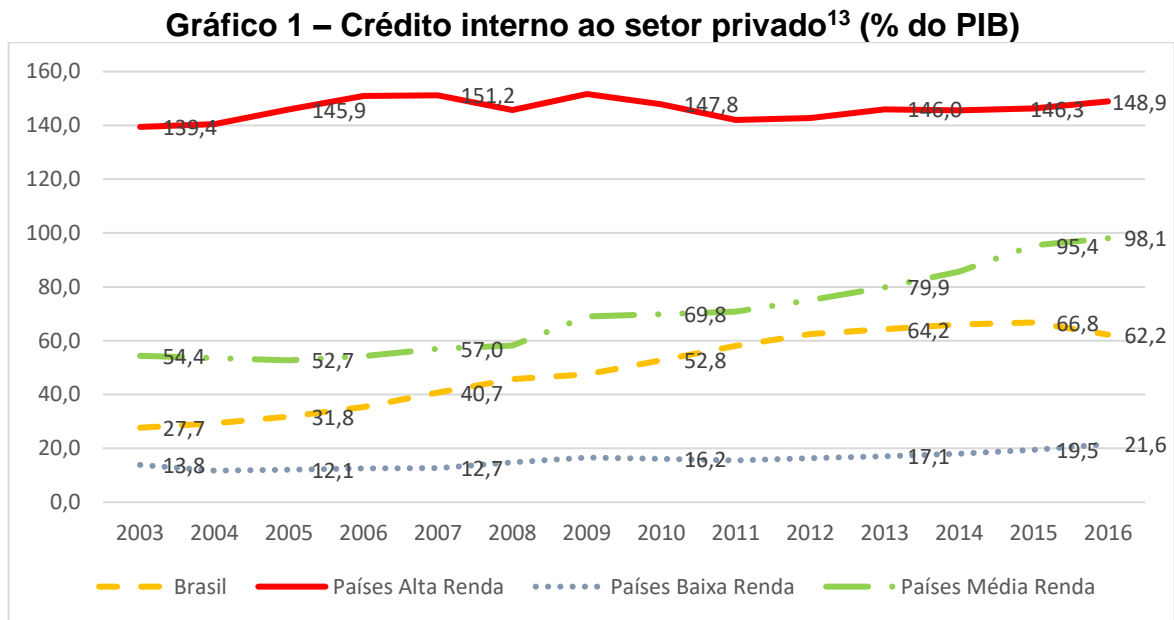
After the contagious Mexican crisis at the beginning of 1995, the Central Bank of Brazil adopted a very restrictive monetary policy, and, consequently, the credit boom was followed by a quick decline in the supply of banking credit, which, together with the deterioration in the quality of bank credit portfolio, soon resulted in difficulties for Brazil's banks. The Brazilian government responded by implementing bank restructuring programs – to stimulate acquisitions of private banks in trouble (PROER) and privatization of various state-owned banks (PROES) – and by partly opening the economy to foreign banks. As a result of such measures, the 1995 banking difficulties did not trigger a banking crisis, as was the case in Argentina and Mexico. More importantly, since the 1997 Asian crisis the Brazilian government had offered the banking sector hedges against exchange devaluation and interest rate changes, by making available to them public bonds indexed to the exchange rate and the overnight interest rate. Banks could therefore adopt a conservative financial stance, that is, with a high proportion of government securities in their portfolios, low levels of mismatch between assets and liabilities, and low leverage levels. Consequently banks were able to afford risk aversion strategies, thanks to the availability of high-yielding, relatively risk-free government securities as an alternative to private-sector lending. (HERMANN; PAULA, 2011, pag.14).

¹¹ Com a estabilização monetária, o setor público não necessitaria mais financiar seu déficit, que diminuiria pela redução da emissão de títulos com rentabilidade elevada.

¹² Outros motivos também explicam a política de juros elevados, em geral praticada na economia brasileira. Cite-se, por exemplo, a política monetária apertada praticada no âmbito do Plano Real, que visava atrair capitais para manter a taxa de câmbio apreciada que, por seu turno, se constituía na âncora para a formação de expectativas e de preços.

Após os anos de estagnação que se seguiram à crise asiática (1997-2002), os cenários externo e interno melhoraram significativamente, com impactos positivos sobre o desenvolvimento do SFB. Entre 2003 e 2015 o volume de crédito no Brasil cresceu continuamente, apresentando crescimento expressivo até 2008, com predomínio do crédito concedido pelos bancos privados. Após a crise financeira mundial, as instituições privadas passaram a ser mais cautelosas na concessão de crédito e os bancos públicos, em uma atuação claramente contra cíclica, aumentaram de forma expressiva a concessão de crédito, predominando desde então. O mercado de capitais também se desenvolveu no período, especialmente em relação ao mercado de debêntures, mas de forma relativamente instável.

Como pode se observar no Gráfico 1, em 2003 o crédito interno concedido ao setor privado correspondeu a 27,7% do PIB no Brasil, percentual superior à média apresentada pelos países de baixa renda, 13,8%, e inferior à média apresentada pelos países de média e alta renda, 54,4% e 139,4%, respectivamente. O crescimento contínuo do crédito até 2015 permitiu que este indicador alcançasse 66,8% do PIB no Brasil em 2015, com níveis mais próximos à média dos países de média renda, especialmente nos anos de 2008, 2011 e 2012. Ainda assim, o mercado de crédito no Brasil apresentou desempenho bem inferior ao apresentado pelos países de alta renda. Em 2016, apresentando tendência contrária àquela dos grupos de países analisados, o Brasil mostrou forte retração do crédito, resultante do agravamento da crise econômica e da consequente redução da demanda por recursos financeiros por parte dos agentes. Em relação à oferta de crédito, ela vinha apresentando retração por parte do setor privado desde 2012, com o crescimento do crédito sendo alavancado pelos bancos públicos até 2015. A partir de 2015, o crédito público também apresentou retração, reflexo do processo de ajuste fiscal iniciado naquele ano.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *World Development Indicators*, acesso em 04/2018

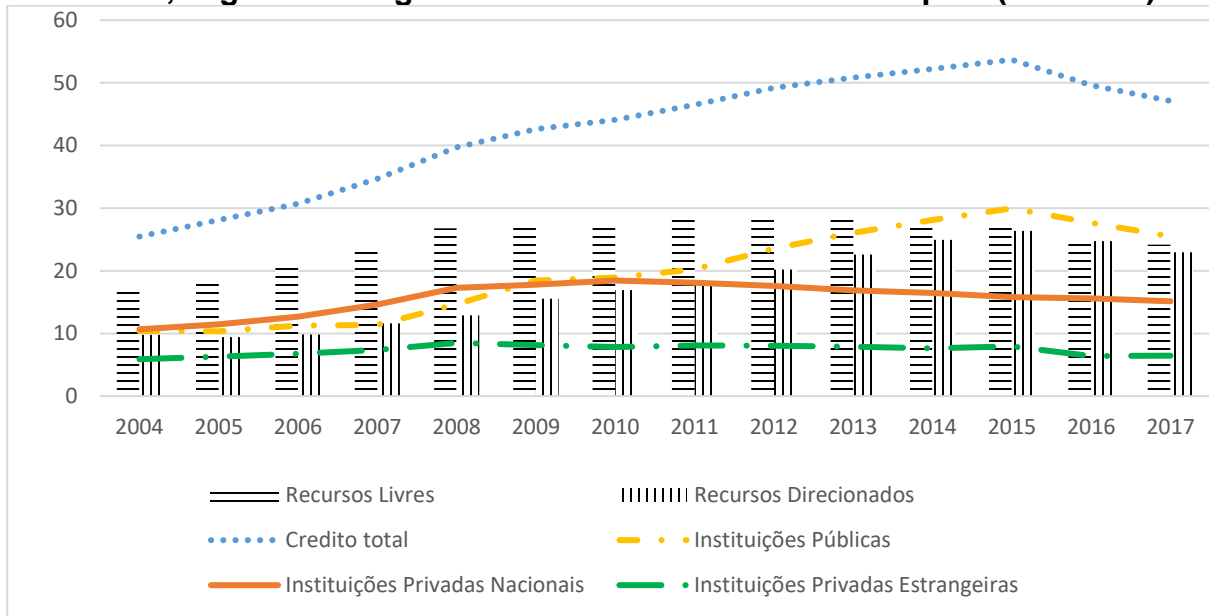
A análise da composição das operações de crédito no Brasil, por origem dos recursos e controle de capital, apresentada no Gráfico 2, permite uma visão mais detalhada do comportamento deste mercado no período analisado¹⁴. Observa-se que entre 2004 e 2010 houve um forte crescimento do crédito que passou de 25,5% do PIB em 2004 para 44,1% do PIB em 2010. Neste período a concessão de crédito foi liderada pelas instituições privadas nacionais, com predomínio dos recursos livres. A crise financeira mundial deflagrada em 2008 teve impactos claros sob o mercado de crédito neste

¹³ O crédito interno ao setor privado refere-se aos recursos financeiros fornecidos ao setor privado pelas empresas financeiras, como por meio de empréstimos, compras de títulos de terceiros e créditos comerciais e outras contas a receber, que estabelecem um pedido de reembolso. Para alguns países, essas reivindicações incluem crédito para empresas públicas. As corporações financeiras incluem autoridades monetárias e bancos depositários, bem como outras corporações financeiras onde os dados estão disponíveis (incluindo corporações que não aceitam depósitos transferíveis, mas incorrem em passivos como depósitos de tempo e poupança). Exemplos de outras empresas financeiras são empresas financeiras e de arrendamento mercantil, prestamistas, seguradoras, fundos de pensão e empresas de câmbio. (Banco Mundial: *World Development Indicators*)

¹⁴ Observa-se que a proporção do crédito em relação ao PIB, no Brasil, é significativamente maior nos dados apresentados no Gráfico 1, relativamente aos dados apresentados no Gráfico 2. A principal justificativa para esta diferença é que os dados publicados pelo Banco Mundial consideram o crédito concedido por todas as instituições financeiras atuantes no país (GRÁFICO 1), já os dados apresentados no Gráfico 2, publicados pelo Banco Central do Brasil, se referem ao crédito concedido pelos bancos públicos e privados que atuam no país.

período, com o aumento do crédito das instituições públicas, evidenciando seu papel contra cíclico, e relativa estagnação do crédito privado. Entre 2011 e 2015 o crédito público continuou sua trajetória de crescimento, contribuindo para o crescimento do crédito total, ao passo que o crédito privado apresentou contínua redução desde então. Os recursos direcionados também apresentaram crescimento maior entre 2011 e 2015. O crédito total concedido pelo SFB atingiu 53,69% do PIB em 2015, dos quais 30% correspondiam ao crédito público. A partir de 2016 houve uma intensa retração nas operações de crédito público e privado, associada a crise econômica vivida pelo país.

Gráfico 2 – Operações de Crédito do Sistema Financeiro Brasileiro entre 2004 e 2017*, segundo a origem dos recursos e controle de capital (% do PIB)



Fonte: Dados do Banco Central do Brasil (2018). Gráfico elaborado pela autora.

*Dados relativos a dezembro de cada ano.

A expansão do crédito foi inicialmente liderada pelos bancos privados nacionais, apoiados em inovações institucionais como o crédito consignado e a alienação fiduciária de imóveis, atendendo ao aumento da demanda por parte das famílias. O crédito destinado às empresas também cresceu, porém em um ritmo menor, destinado

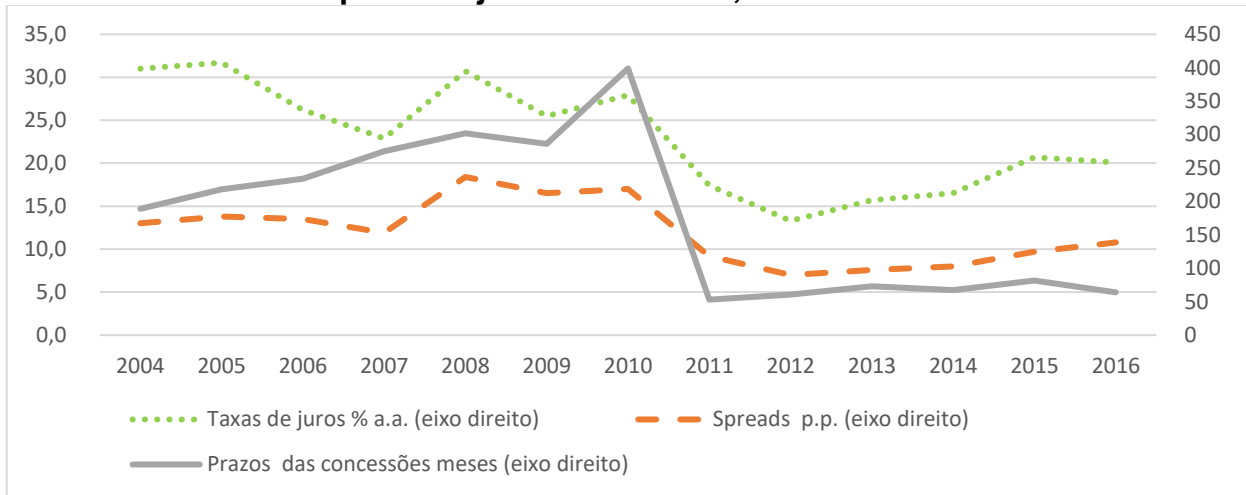
especialmente para o financiamento do capital de giro das pequenas e médias empresas.¹⁵

Entre 2004 e 2010, a apreciação cambial contribuiu para a disseminação de inovações financeiras como os contratos de crédito vinculados com derivativos cambiais, e os contratos de derivativos de balcão (especialmente no caso das empresas exportadoras). Estes mecanismos permitiram redução dos custos das empresas em um contexto de elevação da taxa de juros básica e de retração das fontes alternativas de financiamento devido à crise financeira de 2008. Os contratos de derivativos de balcão permitiram às empresas exportadoras não somente hedge de suas receitas em moeda estrangeira, mas também ganhos especulativos, enquanto a trajetória do dólar era de apreciação. Como destaca Farhi (2010 *apud* PRATES; FREITAS, 2013), de certa forma, os ganhos com estes contratos reduziram o impacto da perda de competitividade das exportações devido à apreciação cambial.

Portanto, entre 2004 e 2010, o aumento do crédito esteve ligado, predominantemente, ao crédito concedido ao segmento das famílias, e as inovações financeiras, como crédito consignado e alienação fiduciária de imóveis, incentivaram este movimento, ao reduzir o risco dos bancos. Neste sentido, foi importante para estimular a demanda agregada, tanto via financiamento do consumo de bens duráveis como pelo aumento da disponibilidade de *finance* para as empresas. Entretanto, os prazos ainda muito curtos e as altas taxas de juros cobradas, ainda que tenham apresentado tendência de queda no período, continuaram incompatíveis com a necessidade de *funding* das empresas (GRÁFICO 3). Estas, por sua vez, recorreram ao crédito bancário para financiar, essencialmente, capital de giro. Os derivativos cambiais e de balcão, com caráter essencialmente especulativo e de alto risco, reforçaram o fenômeno da financeirização.

¹⁵ De acordo com Prates e Freitas (2013), a ampliação do crédito às famílias, por parte dos bancos, está também ligada a uma especificidade deste segmento, que é a maior facilidade na avaliação da capacidade de pagamento do tomador em comparação com o crédito empresarial, e pela superioridade das taxas de juros praticadas.

Gráfico 3 – Taxa de juros, spreads e prazos das concessões de crédito para pessoas jurídicas – Brasil, 2004 a 2016

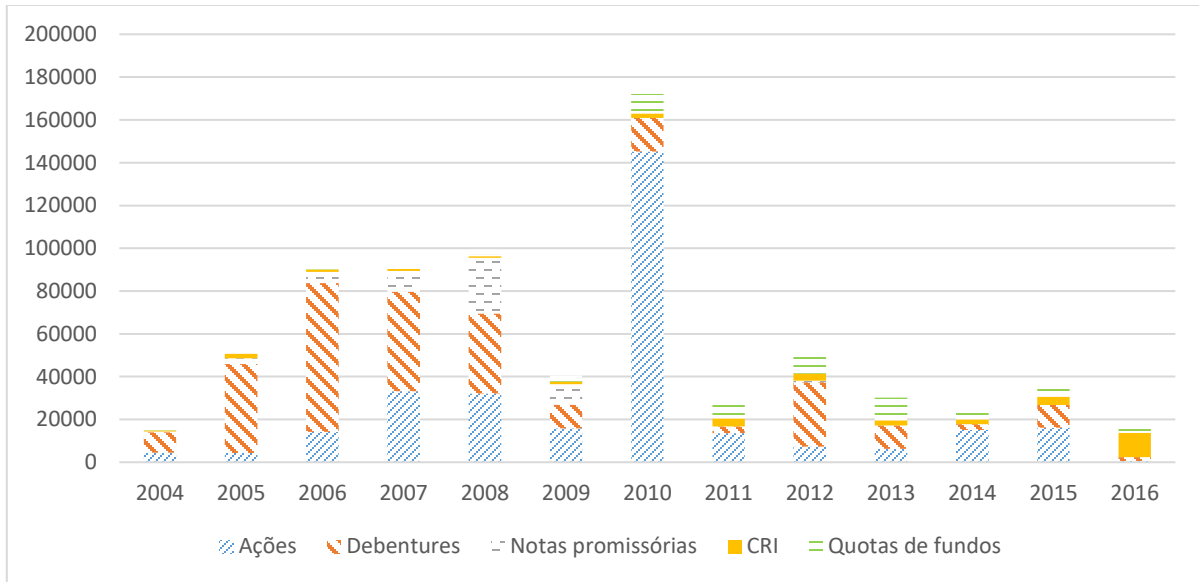


Fonte: Banco Central do Brasil-Notas Econômico-Financeiras para as empresas: histórico. Gráfico elaborado pela autora.

Com a crise de 2008, os bancos privados tornaram-se mais cautelosos na concessão de crédito, diante da deterioração do estado geral das expectativas e do aumento do grau de preferência pela liquidez dos agentes econômicos, entre eles os bancos. Neste cenário, teve início o papel contra cíclico dos bancos públicos, com predominância do crédito direcionado, especialmente os concedidos pelo Banco do Brasil (crédito rural), Caixa Econômica Federal (crédito habitacional) e BNDES (crédito para indústria, exportação e infraestrutura). Essa trajetória de crescimento do crédito público permaneceu até 2015, quando teve início uma expressiva retração nos saldos de crédito privado e público, associada à crise econômica.

Em relação ao papel desempenhado pelo mercado de capitais entre 2004 e 2016, este foi caracterizado, principalmente, pelo crescimento do mercado de debentures. Estas se destacaram entre as emissões primárias, seguidas pelas ações, com exceção do ano de 2010 em que a emissão primária de ações apresentou crescimento extraordinário (GRÁFICO 4).

Gráfico 4 – Emissões primárias de títulos por modalidade (u.m.c. milhões), Brasil - 2004 a 2016



Fonte: Banco Central do Brasil – Estatísticas - Séries Temporais. Gráfico elaborado pela autora.

De acordo com informações divulgadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, o saldo das operações com debêntures aumentou de 2,3% do PIB em 2004 para 12,5% em 2016. Destacam-se as debêntures emitidas pelas empresas de leasing dos conglomerados bancários, as debêntures emitidas por empresas não financeiras e as “debêntures de infraestrutura”.

As debêntures emitidas pelas empresas de leasing, que em 2016 corresponderam a 55% de todas as debêntures em mercado (ANBIMA), constituem uma forma de captação de recursos relativamente mais barata por parte dos conglomerados bancários. Neste sentido, não configuram um real desenvolvimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo¹⁶ (TORRES FILHO, 2017).

As debêntures emitidas pelas empresas não financeiras também apresentaram expansão no período, especialmente a partir de 2007, quando passaram de 2% para 4% do PIB em

¹⁶ Como mostra Torres Filho (2017), desde 2008 o governo começou a implantar medidas que visavam eliminar este tipo de arbitragem, entretanto o estoque de debêntures das empresas de leasing continuou crescendo, ainda que em um ritmo menor. Em 2016 o governo reforçou tais medidas e a partir de 2018 essas operações se tornaram proibidas.

2015, enquanto que em 2016 este percentual baixou para 3,7%. Entretanto, esta expansão não deve ser vista como um processo efetivo de desintermediação bancária, como acontece em outros centros financeiros internacionais. Segundo Torres Filho,

Trata-se, na prática, de uma maneira mais eficiente para alargar os prazos e reduzir os custos dos empréstimos bancários de longo prazo, usando as vantagens proporcionadas por títulos corporativos transacionados em mercados de capitais, em vez de contratos bancários. (TORRES FILHO, 2017, p. 17).¹⁷

Já as “debêntures de infraestrutura” são títulos associados a projetos de investimento priorizados pelo governo e que oferecem isenção de imposto de renda para as empresas emissoras e só podem ser transacionadas com pessoas físicas (foco são as famílias ricas), o que confere maior liquidez a esses papéis. Os volumes transacionados vêm apresentando expansão, ainda que permaneçam pouco significativos (TORRES FILHO, 2017).

Outra especificidade do mercado de debêntures no Brasil, e que reforça a importância dos bancos neste cenário, é que estes são os principais detentores de títulos privados de longo prazo. No mundo, os principais detentores são os investidores institucionais, como os fundos de pensão e companhias de seguro (TORRES FILHO, 2017).

Neste sentido, tem-se observado uma tendência mundial de migração do financiamento de longo prazo do balanço dos bancos para as carteiras de ativos dos fundos gestores de riqueza, estimulados pelas inovações financeiras recentes em um cenário de globalização financeira. Este cenário é caracterizado pela reinserção dos bancos no papel de originadores e distribuidores relevantes de recursos via securitização de suas carteiras, com o mercado de capitais tornando-se o *locus* central da intermediação de

17 O autor explica que: “Na prática, os bancos recomendam a seus clientes corporativos de maior porte emitir debêntures como forma de reduzir o custo de operações de grande monta (acima de R\$ 200 milhões), sempre que os limites de suas linhas de curto prazo junto à instituição se esgotam. (...) Os recursos obtidos são utilizados para liquidar os saldos de empréstimos de mais curto prazo que a empresa mantém com o banco, aumentando assim os limites de crédito para operações rotineiras de capital de giro. Os títulos adquiridos são, por sua vez, alocados dentro do conglomerado financeiro nas mais diversas carteiras sob sua administração, desde a tesouraria até os fundos de investimento de clientes. Trata-se, na prática, de uma variante do modelo de originação e distribuição de títulos securitizados...” (TORRES FILHO, 2017, p. 15-16).

longo prazo em grande parte do mundo desenvolvido e emergente (TORRES FILHO; COSTA, 2013).

No caso brasileiro, de acordo com Torres Filho e Costa (2013), o atual estágio de desenvolvimento do mercado financeiro permite que ele opere de forma satisfatória a intermediação direta de fundos de longo prazo entre os detentores da riqueza líquida e os investidores. Porém, consideram que as altas taxas de juros praticadas no Brasil constituem a principal barreira a uma maior intermediação privada doméstica dos títulos corporativos de longo prazo. As altas taxas de juros tornam bastante onerosa para as empresas a emissão de papéis no mercado, visto que estes competem com os títulos da dívida pública, em termos de rentabilidade e liquidez, pelos recursos do setor financeiro.

De fato, os dados de CEMEC (2018) mostram que entre 2004 e 2016 as principais fontes de financiamento do investimento no Brasil foram os recursos próprios (lucros retidos e poupança), seguidos pelos investimentos diretos estrangeiros (IDE) e pelos recursos do BNDES. O mercado de capitais expandiu sua participação no financiamento do investimento ao longo do período, mas esta foi ainda tímida e insuficiente para promover a melhora da funcionalidade do SFB (GRÁFICO 5).

O Gráfico 5, elaborado em CEMEC (2017), contempla as fontes de financiamento do investimento privado que, grosso modo, se aproximam das definições de fundo interno, fundo público e fundo externo, anteriormente apresentadas. O fundo interno corresponde à massa de lucros das empresas não financeiras, enquanto os recursos próprios computados em CEMEC (2017), que podem ser *proxy* para o fundo interno, correspondem, principalmente, aos lucros reinvestidos das empresas não financeiras.

No caso do fundo público, este tem como *proxy*, no Gráfico 5 (CEMEC, 2017), os desembolsos do BNDES e da Caixa Econômica Federal, porém, os financiamentos ao setor agrícola do Banco do Brasil, os investimentos das empresas estatais e dos governos federal, estaduais e municipais, além das desonerações tributárias e subsídios não estão discriminados entre as fontes de financiamento do Gráfico 5. Todavia, os financiamentos agrícolas do Banco do Brasil e as desonerações tributárias e subsídios

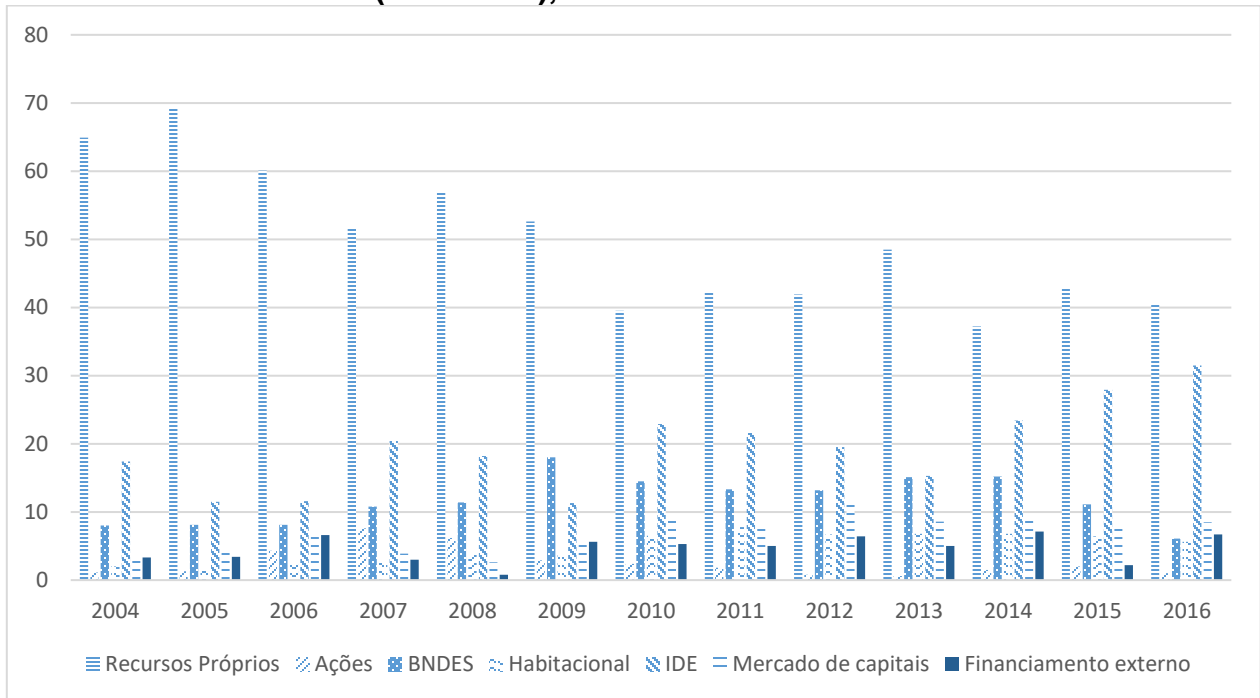
estão captados nos recursos próprios do documento do CEMEC (2017), construídos como resíduo, conforme será visto logo adiante. No que se refere às empresas estatais, cujos investimentos estão ligados ao fundo público definido neste estudo, suas fontes de financiamento estão consideradas nas seguintes fontes de CEMEC (2017): Recursos Próprios, Ações, Mercado de Capitais e Financiamento Externo. Os investimentos dos governos federal, estaduais e municipais foram excluídos de CEMEC (2017), já que este documento analisa apenas o investimento privado (incluindo os investimentos das Estatais) e suas fontes de financiamento. De outro lado, as emissões primárias de ações e de títulos de dívida privada (interna) estão contempladas entre as fontes de financiamento do investimento privado em CEMEC (2017), mas não são consideradas pelos fundos interno, público e externo definidos neste estudo.

O Gráfico 5 mostra que a participação dos lucros retidos (fundo interno) no total das fontes de financiamento passou de 64,9% em 2004 para 40,6% em 2016. Durante este período a participação do fundo público (considerando os desembolsos do BNDES e o crédito habitacional) passou de 10% em 2004 para 22% em 2014, e caiu para 11,7% em 2016. Essas perdas de participação dos fundos interno e público no total das fontes de financiamento têm como contrapartida o aumento da participação do fundo externo e do mercado de capitais. O fundo externo, representado pelos IDEs e pelas fontes de financiamento externo, aumentou sua participação de 20,7% para 38,2%. Porém, como se verá na análise do fundo externo, este significativo aumento da participação do fundo esteve atrelado, predominantemente, à expansão dos IDEs, utilizados em medida não desprezível para ganhos de arbitragem e fusões e aquisições em detrimento do financiamento do investimento. Visto que os Recursos Próprios (fundo interno) são obtidos como resíduo (diferença entre a Formação Bruta de Capital Fixo - excluídos os investimentos dos governos federal, estadual e municipal - e a soma das demais fontes de financiamento do investimento privado), provavelmente eles estão subestimados e o IDE está superestimado, enquanto fontes de financiamento do investimento. Com efeito,

chama a atenção a baixa correlação [dos investimentos privados] com o total das fontes de recursos externos, de apenas +0,092 (...) parcela considerável do investimento direto estrangeiro tem sido destinada à aquisição de participações

em empresas existentes, o que não se reflete, pelo menos imediatamente, no aumento da formação bruta de capital fixo. (CEMEC, 2018, p. 8).

Gráfico 5 – Principais fontes de financiamento do investimento (FBCF) privado* (% do total), Brasil – 2004 a 2016**



Fonte: Dados do CEMEC/IBMEC (2017). Gráfico elaborado pela autora.

* Inclui investimentos das Estatais.

** Recursos Próprios = lucros reinvestidos, aumentos de capital e poupança de pessoas físicas – “...lucros retidos ..., [são a] principal fonte de recursos próprios das empresas para financiamento de seus investimentos.” (CEMEC, 2018, p. 18). O valor dos Recursos Próprios é obtido como resíduo a partir da diferença entre a Formação Bruta de Capital Fixo (excluídos os investimentos dos governos federal, estadual e municipal) e a soma das demais fontes de financiamento do investimento privado. Ações = emissão primária de ações; BNDES = desembolsos do BNDES em financiamentos de médio e longo prazo a empreendimentos e máquinas e equipamentos; Habitacional = desembolsos do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) e SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) em financiamentos à produção habitacional; IDE = Investimento Direto Estrangeiro no País; Mercado de Capitais = títulos de dívida privada (debêntures de empresas não financeiras e Certificados de Recebíveis Imobiliários); Financiamento Externo = emissões externas (*bonds* e *notes*) de empresas não financeiras.

De outro lado, os financiamentos agrícolas do Banco do Brasil (implementos e máquinas agrícolas) não estão contemplados entre as fontes de financiamento do investimento privado do Gráfico 5, contribuindo para uma superestimativa dos Recursos Próprios. Além disso, as desonerações tributárias e subsídios concedidos pelo setor público fazem parte do fundo público, mas são absorvidos pelo fundo interno (Recursos Próprios). Já a

participação do mercado de capitais (mercado de capitais e ações) passou de 4,4% para 9,5%.

Especificamente em relação à trajetória do mercado de ações como fonte de financiamento do investimento, observa-se que este apresentou importância crescente até 2008, porém não se manteve nos anos seguintes. A esse respeito, Carneiro *et al.* argumentam que este comportamento

... pode indicar que não somente as grandes empresas de fato contam pouco com esse mecanismo para o seu financiamento de um modo geral, mas especialmente se utilizam de forma modesta como instrumento de financiamento associado aos programas de investimento. Isso pode ser indicativo de que as empresas brasileiras veem o mercado acionário dentro de uma estratégia de market timing (...), utilizando os recursos daí provenientes se as condições forem propícias sem prever como fonte essa forma de financiamento no seu programa de inversão. A propósito, uma hipótese a ser considerada é que, salvo em casos específicos (...), o mercado de capitais, os empréstimos bancários internos e até as fontes de financiamento externas (nesse caso, em virtude da instabilidade frequente) são tomados pelas empresas brasileiras, mesmo as de maior porte, como “janela de oportunidade”. Fontes estruturadas de financiamento para projetos de investimento fixo seriam, sobretudo, o autofinanciamento e o BNDES, possivelmente acrescidos das fontes de financiamento externas por parte das empresas mais internacionalizadas. (CARNEIRO *et al.*, 2009, p. 94-95).

Portanto, observa-se que o Estado continua atuando como principal articulador das decisões cruciais de financiamento da economia, com medidas que muitas vezes inibem o desenvolvimento do mercado financeiro e, especialmente, do mercado de títulos corporativos nacional. A persistência das altas taxas de juros e as condições de liquidez e indexação que prevalecem para a dívida pública e a dívida privada configuram uma alternativa segura e lucrativa em relação à concessão de crédito para financiamento de longo prazo do desenvolvimento produtivo. Desse modo, mesmo diante das inovações financeiras e dos novos agentes e instrumentos que configuram este mercado, continua prevalecendo como principal fonte de financiamento do investimento o autofinanciamento, seguido do financiamento público, além das captações externas.

2.4 Fontes de financiamento do investimento no Brasil

A análise anterior mostrou que, partindo do conceito de funcionalidade, ainda que o SFB apresente uma estrutura diversificada de instituições e instrumentos financeiros, ele não pode ser considerado funcional nem na dimensão microeconômica e nem na dimensão macroeconômica, conforme sugeridas por Studart (1995).

Em relação à dimensão microeconômica, o avanço recente do SFB permite considerá-lo não funcional, visto que não oferta *finance* a baixos custos, e o financiamento de longo prazo fica em boa medida restrito ao financiamento público. Não é coincidência que bancos privados vêm apresentando alta rentabilidade, diversificação do balanço e solidez financeira (PAULA, 2013) (HERMANN; PAULA, 2014). Porém, esta solidez financeira está muito mais relacionada a um comportamento especulativo dos bancos, favorecidos pela condução da política econômica, que tem proporcionado alternativas de ganhos menos arriscadas que a concessão de crédito ao setor privado. Ou seja, no Brasil os bancos atuam com forte postura especulativa e horizonte de curto prazo em detrimento do crédito direcionado às atividades produtivas. A esse respeito Carvalho afirma:

... na ausência de pressão para aumentar a oferta de créditos privados, o sistema bancário não apenas raciona sua oferta de créditos, como, pela mesma razão, mantém spreads muito elevados. A ampla disponibilidade de títulos públicos é capaz de satisfazer a busca de lucros por parte dos bancos. Ofertar crédito é apenas uma atividade complementar. (CARVALHO, 2005, p. 339).

De outro lado, do ponto de vista macroeconômico, o SFB também não é funcional. Mas por que o SFB ainda não alcançou a funcionalidade macroeconômica?

De acordo com Hermann e Paula,

The lack of private long-term financing mechanisms in Brazil has deep structural roots, related to how the strategy of import-substitution industrialization was implemented, giving support to heavy industrialization. This strategy was sustained by the tripod of multinational enterprises, state-owned firms and private domestic firms, with multinational firms dominant in the most dynamic segments of the manufacturing sector, such as automobiles. The industrialization consisted of imitation, without any relevant effort to effect technological transfer or to

stimulate innovation. According to Fajnzylber (1983), one of the main features of Latin American industrialization was the lack of an 'endogenous development nucleus', that is, the development of strong domestic conglomerates. The multinational enterprises that dominated the more dynamic manufacturing sectors (vehicles, consumer durables, etc.) in Brazil formed concentrated oligopolies that, combined with the implementation of widespread protectionism in the domestic market with no predetermined time limit, resulted in very high firms' markups; this encouraged firms to rely mainly on self-finance. This feature of industrial organization in turn helped ensure that Brazil's industrialization contributed, from the demand side, to the underdevelopment of long-term financing instruments in the domestic financial system. (HERMANN; PAULA, 2011, p. 19).

Além disso, segundo Tavares (1972, p. 241-248) e Resende (2005), a industrialização por meio da substituição de importações e seu financiamento foram orientados e conduzidos pelo Estado, inibindo a atuação do sistema financeiro doméstico privado e as possibilidades de desenvolvimento da oferta de crédito privado de longo prazo. Esta oferta doméstica de crédito privado também foi mitigada pela presença do crédito externo. Desse modo, o autofinanciamento tem sido ao longo dos anos a principal fonte de financiamento de longo prazo do investimento no Brasil, acompanhada pelo financiamento público e pelas fontes externas de financiamento (STUDART, 1995).

Conforme Studart (1995), este arranjo financeiro alternativo aos mecanismos tradicionais de *finance-funding* sempre correspondeu a três fundos: (i) fundo interno às empresas; (ii) fundo público; e (iii) fundo externo, conforme descritos no capítulo anterior.

Studart (1995) fez uma análise sobre como os fundos alternativos operaram no Brasil no período compreendido entre 1947 e 1983, e Resende (2005) estendeu a análise até 2003. Estes autores observaram que em todas as fases ascendentes dos ciclos de crescimento da economia brasileira após 1947, os investimentos foram financiados a partir desses três fundos. De acordo com os autores, essas fases ocorreram nos períodos:

- i) 1957-1961, quando a economia cresceu, em média, 9,3% ao ano;
- ii) 1967-1973, quando a economia cresceu, em média, 10,2% ao ano;
- iii) 1976-1980, quando a economia cresceu, em média, 7,2% ao ano;

iv) 1993-1997, quando a economia cresceu, em média, 4,2% ao ano.

Resende (2005) mostrou que nos períodos de inflexão dos ciclos de crescimento, esses arranjos financeiros foram desestruturados pela adoção de políticas econômicas restritivas que visavam, predominantemente, conter uma crise cambial. Isso porque, de acordo com o autor, a “articulação desses fundos no processo de financiamento do crescimento era realizada pela política econômica na medida em que políticas monetária, fiscal, cambial, comercial, tributária, de financiamento, entre outras, afetavam a formação desses fundos” (RESENDE, 2005, p. 38).

O fundo interno sempre foi uma das principais fontes de financiamento das empresas brasileiras. Em todos os períodos de crescimento citados acima, com exceção do período 1993-1997, o crescimento foi estimulado pelas políticas econômicas expansionistas no contexto de elevados níveis de proteção do mercado doméstico. Estas políticas expansionistas favoreciam a pressão inflacionária e o aumento dos *mark-ups* das firmas. As políticas econômicas mais restritivas adotadas a partir de 1994, com a implantação do Plano Real, especialmente as voltadas para o controle da inflação, levaram à redução do coeficiente de autofinanciamento das empresas. Ou seja, no contexto da abertura comercial da economia e da apreciação cambial, a majoração inflacionária dos *mark-ups* ficou mitigada pela pressão oriunda da competição externa.

Já o fundo público, caracterizado tanto pelo investimento direto do governo, como pelas políticas de incentivo à produção via isenções tributárias e financeiras e políticas de oferta de linhas de financiamento, especialmente via bancos públicos, sempre teve papel ativo no financiamento do investimento nos períodos analisados. Entre 1976-80, por exemplo, mesmo diante da crescente desorganização das contas públicas, o arranjo financeiro baseado nos fundos público, interno e externo foi mantido, perdendo funcionalidade apenas depois da crise dos anos 1980, com a queda da liquidez internacional e a crise da dívida externa brasileira (RESENDE, 2005). Não obstante, no período 1993-1997 foi implantada uma política de ajuste fiscal e patrimonial, limitando a atuação do fundo público.

Em relação ao fundo externo, ele apresentou importância crescente ao longo do período analisado. Especialmente entre 1976-1980 houve uma expressiva participação do crédito externo entre as fontes de financiamento do crescimento no Brasil, com destaque para o financiamento destinado às estatais neste processo, o que viabilizou o ciclo de crescimento do II PND. Já entre 1993-1997 houve uma expressiva expansão do grau de endividamento em moeda estrangeira pelas empresas privadas, favorecido pela abertura comercial, pelo retorno do país ao mercado internacional de capitais, pelo excesso de liquidez internacional e pelas políticas de minidesvalorizações cambiais (PEREIRA; CARVALHO, 1998).

Em todos os períodos considerados, o ciclo de crescimento e a funcionalidade do arranjo alternativo de financiamento do investimento foram desestruturados pela adoção de medidas restritivas de política econômica que visavam conter (a ameaça de) crises cambiais, diante da redução da liquidez internacional e da fragilidade das contas do balanço de pagamentos. O período de crescimento 1976-1980, por exemplo, foi viabilizado, em grande parte, pelo investimento das estatais financiado por crédito externo, o qual se desestruturou com o rompimento do fluxo de capitais voluntários para o Brasil e demais países da América Latina, diante da recessão mundial deflagrada com o segundo choque do petróleo, em 1979, seguido de forte aumento da taxa de juros nos Estados Unidos. A crise cambial brasileira daí resultante foi combatida por política econômica fortemente restritiva, no início dos anos 1980, terminando por solapar os fundos público e interno de financiamento do investimento (RESENDE, 2005). Já entre 1993-1997, o ciclo de crescimento que também foi sustentado pelo fundo externo, se reverteu com a redução da liquidez internacional resultante do crescimento da incerteza diante das crises da Ásia (1997), Rússia (1998) e do Brasil (1999). Conforme demonstrado em Resende (2005), novamente, a política econômica restritiva adotada durante a crise cambial de 1999 tirou a funcionalidade do arranjo financeiro alternativo formado pelos três fundos de financiamento do investimento no país.

Os próximos capítulos visam contribuir com a literatura analisando a constituição e o desempenho dos fundos de financiamento do investimento no Brasil. Para tanto, procura-

se relacionar esse desempenho com as políticas econômicas praticadas em dois subperíodos do ciclo de crescimento mais recente da economia brasileira: (i) o período 2004-2010 que caracteriza a fase ascendente do ciclo e; (ii) o período 2011-2016 que corresponde à fase descendente do ciclo.

Como nos períodos anteriores, a constituição dos fundos esteve relacionada às políticas econômicas implantadas, porém, em cenários bastante diversos. De modo geral, a vulnerabilidade externa da economia foi reduzida e não se verificou ameaça de crise cambial (nem mesmo durante a crise financeira internacional), enquanto que as políticas econômicas foram conduzidas tendo como objetivo predominante nos discursos oficiais, a estabilidade das contas públicas e dos preços. Como se verá, as formas e instrumentos utilizados para alcançar tais objetivos variaram bastante ao longo do período e tiveram influência direta sobre a formação dos fundos alternativos de financiamento do investimento, assim como sobre a funcionalidade do SFB.

3 POLÍTICA ECONÔMICA E O DESEMPENHO DOS FUNDOS DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL ENTRE 2004 E 2010

3.1 Introdução

O capítulo tem o objetivo de analisar o período de crescimento da economia brasileira de 2004 a 2010, tendo como foco as políticas macroeconômicas implantadas e sua relação com a formação das convenções, constituição e desempenho dos fundos alternativos de financiamento do investimento. Para tanto, inicia analisando as políticas fiscal, monetária e cambial do período, para então abordar sua influência sobre a convenção predominante, a constituição dos fundos público, interno e externo, o desempenho destes como fontes de financiamento do investimento e o papel das políticas macroeconômicas neste processo.

A análise da política econômica que será feita a seguir tem como pano de fundo o conceito de convenção conforme elaborado na literatura Pós-Keynesiana. Pretende-se, inicialmente, analisar de que forma as medidas econômicas adotadas contribuíram, ou não, para a formação de convenções otimistas e como estas influenciaram as expectativas dos agentes e seu estado de confiança em suas expectativas. A partir deste ponto, pretende-se fazer uma análise da constituição e desempenho dos fundos de financiamento do investimento, relacionando-os com as políticas econômicas adotadas. Em outras palavras, o crescimento requer a presença simultânea de fundos destinados ao seu financiamento, da decisão de investir e aumentar a produção. A formação dos fundos, como também o *animal spirits*, são influenciados pela política econômica.

O início do período em estudo foi marcado pela transição do Governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) para o Governo Lula e foi caracterizado por um cenário de grande instabilidade econômica e política no país. Deste modo, para melhor entender a política econômica adotada pelo novo governo, será feita uma breve análise da situação política e econômica do país no período anterior.

No primeiro ano do segundo Governo FHC houve uma mudança na condução da política econômica, que passou a adotar o tripé macroeconômico: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário. Acreditava-se que a desvalorização cambial melhoraria o desempenho da balança comercial, que a taxa de juros poderia ser reduzida devido ao melhor desempenho fiscal e ausência do risco de crise cambial, o que em conjunto com o comprometimento com o ajuste fiscal promoveria o ambiente propício para a retomada dos investimentos, e assim, o crescimento do emprego e da renda levariam à retomada do consumo.

De fato, estes resultados começaram a se apresentar já em 2000: a desvalorização cambial impulsionou as exportações, a queda das taxas de juros incentivou a expansão dos investimentos e o consumo acompanhou o crescimento econômico, que apresentou a maior taxa desde 1995, 4,4% no ano. Entretanto, essa esperada retomada do crescimento foi apenas uma “nuvem passageira” que se foi com os choques externos observados em 2001 (crise da Argentina e ataque ao *World Trade Center*) e a crise energética, também naquele ano. Os choques externos ocasionaram uma forte desvalorização cambial e a crise energética levou à retração do consumo e dos investimentos. Tal redução foi potencializada pelo aumento da taxa de juros que resultou das pressões inflacionárias decorrentes da desvalorização cambial. Assim, o baixo crescimento econômico, de apenas 1,4% em 2001, levou ao crescimento do desemprego e da dívida pública, apesar do superávit primário (TABELA 1)

Tabela 1 – Economia Brasileira: Síntese de Indicadores Macroeconômico – 1999-2002

Variáveis	1999	2000	2001	2002
Crescimento PIB (%)	0.5	4.4	1.4	3.1
Investimento (Taxa de crescimento - % a.a)	-8.05	5.03	0.44	-5.23
Consumo (Taxa de crescimento - % a.a)	0.7	3.03	1.16	2.6
Exportações (US\$ milhões)	48 264	55 313	58 264	60 427
Importações (US\$ milhões)	50 380	56 936	56 730	48 377
Taxa de câmbio* (média anual)	1.81	1.83	2.35	2.92
Taxa de juros (média anual)	27.6	17.6	17.5	19.5
Inflação – IPCA	8.94	5.97	7.67	12.53
Metas de inflação**	8	6	4	3.5
Taxa de desemprego***	7.6	7.1	6.2	7.1
Superávit primário (% PIB)	2.92	3.24	3.38	3.22
Dívida líquida do setor público (% PIB)	44.5	45.5	52	60.4
Risco País	636	749	861	1446

Fonte: Dados do IBGE, Banco Central, IPEADATA. Tabela elaborada pela autora.

Nota: * Taxa de câmbio R\$/US\$ comercial (valor de venda) média do período

** Intervalo de tolerância de mais ou menos 2 pontos percentuais

*** Antiga metodologia de cálculo PME

O último ano do Governo FHC foi marcado pela instabilidade econômica, com pressões cambiais e aceleração inflacionária, queda da taxa de investimento, baixa taxa de crescimento econômico e elevação da dívida pública e da taxa de desemprego. Somou-se a este quadro a instabilidade política de um ano de eleições presidenciais em que o processo eleitoral foi liderado por um partido que questionava o tipo de modelo econômico adotado, especialmente por este sacrificar o crescimento econômico e o emprego. Portanto, foi um ano de grande incerteza em relação aos rumos da política econômica e o respeito a contratos, o que provocou, entre outras coisas, o aumento do risco país e fuga de capitais, fortalecendo ainda mais as pressões cambiais.

Observa-se que das expectativas da equipe econômica com a adoção do tripé macroeconômico, apenas a elevação do superávit da balança comercial se concretizou, resultante da forte desvalorização real da taxa de câmbio de 2002. A obtenção de superávits primários crescentes não foi suficiente para impedir o crescimento da dívida, cujo perfil piorou no período e determinou sua expansão em função dos ajustes patrimoniais. Por outro lado, as metas de inflação não foram cumpridas nos dois últimos

anos do Governo FHC, devido à aceleração inflacionária decorrente de significativos choques externos na economia, apesar das elevações da taxa de juros e do baixo crescimento econômico.

Dessa forma, ainda permaneciam como demandas para o novo governo: a estabilidade econômica, a reversão da tendência de crescimento da dívida pública, a preservação dos superávits comerciais, o crescimento econômico e a geração de emprego e renda (GREMAUD; VASCONCELOS; TONETO JÚNIOR, 2015).

Tais demandas eram conflitantes com a postura historicamente assumida pelo Partido dos Trabalhadores (PT) em relação a algumas medidas de política econômica, em especial aquelas relacionadas à redução do superávit primário, à redução das despesas com juros e ao regime de metas de inflação. Tal posicionamento gerava incertezas em relação ao compromisso do novo governo com a estabilidade e em relação à preservação e cumprimento dos contratos. (GREMAUD; VASCONCELOS; TONETO JÚNIOR, 2015).

Para acalmar os ânimos do mercado e garantir sua governabilidade, o PT se comprometeu, ainda em 2002, em sua “Carta ao Povo Brasileiro”, a manter a estabilidade, a defender os contratos, a preservar o ajuste fiscal e garantir o pagamento das dívidas, além de promover o crescimento econômico e a redução da taxa de desemprego e das desigualdades sociais.

Em 2003 o crescimento foi pequeno: 1,14%, mas a partir de 2004 o cenário virou. A seguir será feita a análise das políticas econômicas praticadas entre 2004 e 2010, procurando analisar de que forma as medidas econômicas adotadas contribuíram para a formação de convenções otimistas e como elas influenciaram as expectativas e estado de confiança dos agentes, a constituição dos fundos de financiamento do investimento, e, conseqüentemente, a retomada do investimento e do almejado crescimento econômico.

Para tanto, é feita a seguir uma breve descrição do miniciclo de crescimento da economia brasileira entre 2004 e 2010, a análise das políticas fiscal, monetária e cambial, e, por fim, o estudo da relação de tais políticas com a constituição dos fundos de financiamento do investimento.

3.2 Política macroeconômica e a fase ascendente do ciclo

Entre 2004 e 2010 ocorreu a fase ascendente do ciclo de crescimento da economia brasileira do período 2004-2016, observando-se durante esta fase uma taxa média de crescimento de 4,5% a.a. Os anos 2009 e 2010 se distinguem nesta fase visto que em 2009 a economia sofreu o revés da crise financeira internacional deflagrada em 2008, enquanto que 2010 foi marcado pelo espetacular crescimento da economia associado à política econômica então adotada. A fase ascendente do ciclo esteve relacionada ao desempenho dos mercados de comércio e financeiro internacionais, e ao dinamismo do mercado interno consumidor.

A valorização do preço das *commodities* no mercado internacional, o crescimento do comércio mundial e o aumento da liquidez internacional caracterizaram um mercado externo extremamente benigno para a economia brasileira entre 2004 e 2008. Entre 1990 e 2003 o PIB mundial cresceu em média 3,3% a.a., e 3,25 a.a.% entre 2009 e 2013, enquanto que no período 2004-2010, o PIB mundial cresceu em média 4,5 % a.a. Analisando o crescimento do valor em dólares das exportações mundiais, que reflete mudanças de preços e quantidades, constata-se a dimensão do impulso dado às economias pelo comércio internacional entre 2004 e 2008. As exportações mundiais aumentaram 117% entre 1990 e 2003, enquanto que em período bem menor, elas cresceram 76% entre 2004 e 2008, e apenas 16,7% entre 2008 e 2014. O índice dos termos de troca para a economia brasileira caiu 2,9% entre 2000 e 2003, cresceu 12,4% entre 2004 e 2008, voltando a cair 0,8% no período 2009-2015. Ao mesmo tempo, a liquidez internacional¹⁸ cresceu ininterruptamente entre 2004 e 2007, caindo abruptamente em 2008 no âmbito da crise financeira mundial, e desde então apresentando tendência de queda (TABELA 2).

¹⁸ A metodologia adotada para o cálculo da liquidez internacional foi a mesma adotada por Resende e Amado (2007) e corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos, Reino Unido, Japão, Alemanha, Itália, França e Canadá (grupo conhecido como G7): “investimentos de portfólio (ativo e passivo)”, “derivativos financeiros (ativo e passivo)” e “outros investimentos (ativo e passivo)”. A fonte utilizada foi o *World Economic Outlook Database* (FMI).

Tabela 2- PIB Mundial, Exportações Mundiais, Termos de Troca e Liquidez Internacional, 1990 a 2015

Ano	PIB Mundial (Variação real - %)	Exportações Mundiais (US\$ Bilhões)	Termos de Troca (2006=100)	Liquidez Internacional (2006=100)
1990	3,5	3.446,49	74,5	18.43
1991	2,4	3.539,00	78,9	17.60
1992	2,4	3.769,64	80,4	20.97
1993	2,2	3.637,64	81,3	29.56
1994	3,4	4.140,53	92,9	19.45
1995	3,4	4.945,33	103,2	30.30
1996	3,9	5.165,76	102,8	41.94
1997	4,2	5.528,72	109,1	53.91
1998	2,5	5.445,36	107,4	38.60
1999	3,6	5.643,26	93,2	58.61
2000	4,8	6.364,29	96,2	59.23
2001	2,5	6.138,73	96,0	47.46
2002	3,0	6.412,15	94,7	35.11
2003	4,0	7.468,85	93,4	54.71
2004	5,4	9.085,85	94,2	83.62
2005	4,9	10.375,20	95,0	97.25
2006	5,6	11.999,50	100,0	100.00
2007	5,7	13.838,40	102,1	123.57
2008	3,0	16.005,60	105,9	71.78
2009	1,300E-0,2	12.421,70	103,2	72.88
2010	5,4	15.120,80	119,7	67.35
2011	4,1	18.053,50	129,0	44.47
2012	3,4	18.098,00	121,5	51.69
2013	3,3	18.476,80	119,0	52.01
2014		18.674,30	115,0	47.32
2015		16.425,70	102,4	44.33

Fonte: Dados do Ipeadata, Funcex, FMI - World Economic Outlook Database, Bureau of Labour Statistics - Producer Price Index Industry Data. Os dados da liquidez internacional do período 1990 e 2003 foram cedidos por Resende e Amado quando estes calcularam estes dados para o artigo Resende e Amado (2007). Tabela elaborada pela autora.

O impulso ao crescimento da produção nos setores exportadores se espalhou para o resto da economia via efeito multiplicador dos gastos, favorecendo o crescimento de toda a economia. Este teve também determinantes internos, associados ao processo de distribuição da renda engendrado pelo aumento real do salário mínimo e por programas de transferência de renda, como também pelo espetacular aumento da participação do crédito no PIB, no período em análise - o crédito total passou de 26,9% do PIB em 2004

para 45,2% do PIB em 2010. Estes fatores estimularam o consumo e o aumento da produção e do emprego, possível no contexto de baixas taxas de investimento, porém, de capacidade ociosa elevada, herdada do período do governo anterior (RESENDE; TERRA, 2017) – os investimentos público e agregado cresceram no período, porém, tiveram papel secundário no estímulo ao crescimento, conforme debatido adiante.

3.2.1 Política Fiscal

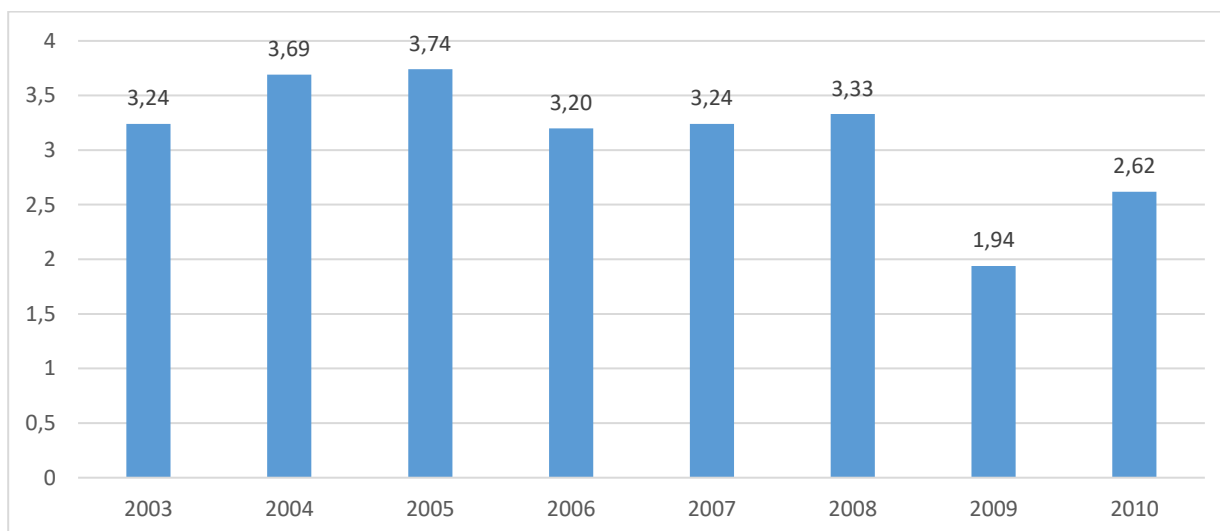
Visando à redução da incerteza que prevaleceu no país em 2002, decorrente das fragilidades da economia brasileira e da desconfiança em relação à postura que assumiria a nova equipe econômica, o novo governo optou por não apenas manter a política econômica do seu antecessor, como também intensificá-la em um primeiro momento. Futuramente, seria possível fazer uma reorientação da política econômica de forma lenta e gradual. Dessa forma, em seus primeiros anos o Governo Lula esteve comprometido com a âncora fiscal e a solvência da dívida pública.

Concentrou-se na promoção de um forte ajuste fiscal com a adoção de uma meta de superávit primário de 4,25% do PIB (superior aos 3,75% do PIB praticada no governo anterior) para os quatro anos do governo. Entre 2003 e 2005 a meta foi cumprida com aumentos contínuos do superávit primário, que se reduziu apenas em 2006, mas ainda se manteve dentro da meta (GRÁFICO 6)¹⁹. O maior crescimento da economia a partir de 2004 contribuiu para o crescimento da arrecadação de impostos, o que viabilizou o acúmulo de superávits primários em um contexto de expansão dos gastos e investimento público. Observa-se que em 2009 e 2010, o resultado primário apresentou redução expressiva, que pode ser explicada pela adoção de uma política fiscal contra cíclica,

¹⁹ Até 2009 os resultados primários do setor público incluíam as empresas dos Grupos Petrobrás e Eletrobrás. A partir de então (Petrobrás em 2009 e Eletrobrás em 2010), estas empresas foram excluídas da programação financeira e das metas fiscais no âmbito do Governo Federal. As estatísticas fiscais têm sido apresentadas com base nesta nova metodologia, com o cálculo dos indicadores fiscais sem as duas empresas, tendo sido refeito para os anos anteriores. Desse modo, os resultados apresentados no gráfico são inferiores à meta de 4,25% do PIB, ainda que esta tenha sido cumprida no período.

destacando-se o aumento dos investimentos públicos e ampliação das desonerações fiscais.

Gráfico 6 – Resultado primário do setor público (% do PIB), Brasil, 2003-2010



Fonte: Dados do Banco Central do Brasil. Gráfico elaborado pela autora.

O aumento do resultado primário, juntamente com a valorização cambial e o crescimento econômico do período, iniciou o processo de redução da relação dívida/PIB do setor público, que prosseguiu até a eclosão da crise financeira internacional, em fins de 2008. Aquela relação passou de 59,93% em dezembro de 2002 para 37,57% em dezembro de 2008. Neste período, o perfil da dívida melhorou significativamente, com redução dos títulos atrelados ao dólar e à Selic, e aumento da participação dos títulos prefixados e indexados aos índices de preços. Este quadro permitiu a redução dos riscos de ajustes patrimoniais decorrente da elevação da Selic ou desvalorização da moeda (GREMAUD; VASCONCELOS; TONETO JÚNIOR, 2015).

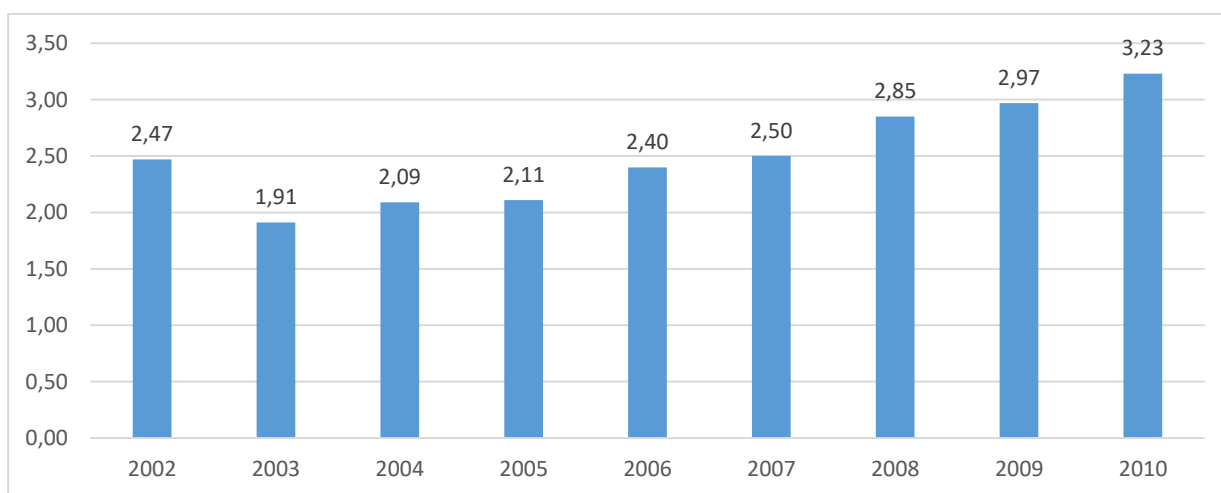
Inicialmente, o forte ajuste fiscal teve como base o aumento da carga tributária e a redução do investimento público. Em 2003 o governo promoveu uma minirreforma tributária²⁰ que possibilitou o aumento da receita da união nos anos seguintes. Em

²⁰ As alterações na legislação tributária tiveram início com a aprovação da Lei 10.684 de 30/05/2003. Dentre as alterações constantes na Lei, destacam-se: (i) elevação da alíquota da Cofins sobre instituições financeiras, de 3% para 4%; (ii) ampliação da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) sobre empresas prestadoras de serviço, de 12% para 32% do faturamento, para as empresas que optassem pelo regime de lucro presumido; (iii) introdução de dois regimes de arrecadação do PIS e da

relação ao investimento público²¹, ele passou de 2,47% do PIB em 2002, para 1,91% do PIB em 2003, refletindo o severo ajuste fiscal ocorrido no início do Governo Lula. Nos anos seguintes, a redução da incerteza em relação ao governo e o bom desempenho da economia contribuíram para o aumento gradual do investimento público, que alcançou 2,85% do PIB em 2008 e foi intensificado em 2009 e 2010, uma medida claramente contra cíclica para fazer frente à crise de 2008 (GRÁFICO 7).

Como visto anteriormente, ente 2004 e 2010 a economia brasileira apresentou um miniciclo de crescimento, que esteve relacionado ao bom desempenho do mercado externo e ao fortalecimento do mercado interno no âmbito de elevada capacidade ociosa. De certa forma, este cenário permitiu que a equipe econômica do novo governo desse continuidade à política centrada na promoção de forte ajuste fiscal em um contexto de crescimento econômico. Ao cumprir o compromisso assumido em sua “Carta ao Povo Brasileiro”, o governo conquistou credibilidade junto ao mercado econômico e financeiro. Assim pode, de forma amena e gradual, promover uma reorientação da política econômica, atendendo aos anseios do mercado e também da população que o elegeu.

Gráfico 7- Investimento Público (% do PIB), Brasil, 2002 a 2010



Fonte: Dados do IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais. Gráfico elaborado pela autora.

Cofins, com incidência cumulativa ou não cumulativa de alíquotas tributárias diferenciadas; (iv) extensão do PIS e da Cofins para exportações; (v) prorrogação da CPMF por mais quatro anos.

²¹ Calculado como a razão entre a formação bruta de capital fixo do governo geral e o produto interno bruto. (Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais).

Essa reorientação foi necessária, pois passado o período de conquista da confiança da elite econômico-financeira, começaram a ser crescentes as críticas em relação ao conservadorismo exagerado da política econômica e às restrições que esta postura causava à obtenção de taxas de crescimento maiores, ainda que as taxas de crescimento de 2004 (5,8%) e 2005 (3,2%) tenham sido superiores à média apresentada entre 1998 e 2003 (1,14%)²². Porém, este crescimento esteve relacionado em grande parte ao crescimento das exportações, que expandiram 22,6% em 2004 e 16,5% em 2005 (BCB, 2007). Acreditava-se então que o momento era propício para a prática de uma política fiscal expansionista, de forma a potencializar o efeito multiplicador da expansão das exportações e obter taxas de crescimento maiores. Como a economia brasileira trabalhava com capacidade ociosa herdada da crise cambial de 1999, da crise do apagão em 2001 e do “medo Lula” em 2002, o governo tinha espaço para expandir seus gastos sem comprometer a estabilidade dos preços.

Dessa forma, a partir de 2006, que era também um ano de eleição, o governo passou a adotar uma política fiscal expansionista, voltada especialmente para o aumento do investimento público. Tal política se mostrou de forma mais clara em 2007, já no segundo mandato do Governo Lula, com a implantação do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC ²³.

Preocupado em preservar a confiança adquirida junto à elite econômico-financeira e assim fortalecer as convenções otimistas construídas, no lançamento do PAC o Presidente reforçou seu compromisso com a estabilidade econômica, enfatizando que as condições fiscais permitiam a expansão do investimento público sem comprometer a estabilidade.

²² A última fase ascendente de um ciclo de crescimento da economia brasileira tinha acontecido entre 1993-1997, com crescimento médio de 4,2% ao ano.

²³ Anteriormente ao PAC, o governo criou o Projeto Piloto de Investimentos - PPI em 2005, que seguindo recomendações de organismos multilaterais, propunha que alguns investimentos deveriam receber tratamento fiscal diferenciado, podendo ser reduzidos das metas fiscais, por ensejarem um processo virtuoso de autofinanciamento (ORAIR, 2016).

O PAC foi um programa constituído pela ampliação dos investimentos públicos em infraestrutura e de medidas voltadas à melhoria da qualidade do gasto público e ao controle da expansão dos gastos correntes no âmbito da Administração Pública Federal, além do estímulo ao investimento privado. As principais medidas de estímulo ao investimento adotadas abrangeram: (i) estímulo ao crédito e ao financiamento; (ii) melhoria do ambiente de investimento; (iii) desoneração e administração tributária; (iv) medidas fiscais de longo prazo e consistência fiscal; v) ampliação da infraestrutura, que contribui para a redução do custo-Brasil e eleva a competitividade da economia.

Observa-se que foi um programa lançado em conformidade com as recomendações Keynesianas, por representar um plano de investimentos públicos de médio prazo e priorizar o planejamento, o investimento em infraestrutura, o controle dos gastos correntes e o equilíbrio fiscal. Foram priorizados os projetos de infraestrutura logística, energética, social e urbana. Dos R\$ 503,9 bilhões de investimento previstos para serem realizados entre 2007 e 2010, cerca de 65% foram empenhados até dezembro de 2008, segundo o 7º Balanço do PAC 1.

Em relação às medidas de estímulo ao investimento privado, e em conformidade com as prescrições Pós-Keynesianas de política fiscal, o PAC representava para os anos vindouros uma sinalização do governo de injeção de demanda e redução de custos de produção que, juntos, estimulavam expectativas de lucro, necessárias para o investimento privado acontecer.

Em relação à melhoria do ambiente de investimento, o PAC contribuiu para o aprimoramento e evolução da legislação relativa aos programas de investimento, especialmente por contemplar programas que beneficiaram todo o setor de bens de capital, de um modo geral. Foram implantadas medidas relacionados às questões ambientais, atuação das agências reguladoras, defesa da concorrência, além da promoção da abertura do mercado de resseguros e da recriação da SUDAM e SUDENE, entre outras ações.

O governo também implementou várias medidas de incentivo fiscal à atividade produtiva, que resultaram, especialmente, da implantação da Política Industrial, Tecnológica e de

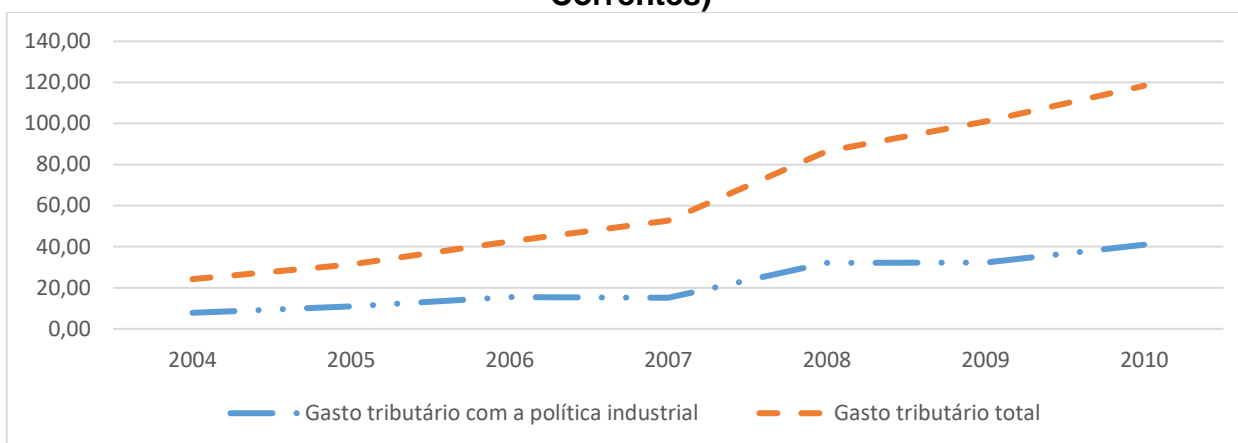
Comércio Exterior – PITCE em 2004 e do PAC, em 2007²⁴. Curado e Curado (2016) fizeram uma estimativa dos gastos fiscais derivados da política industrial para o período compreendido entre 2004 e 2016, com foco na mensuração dos gastos tributários²⁵. De acordo com os autores, as evidências encontradas sugerem que a política industrial instituída a partir de 2003 promoveu a contínua elevação dos gastos tributários e, também, que predominaram os gastos direcionados para setores tradicionais da indústria²⁶. Especificamente para o período 2004-2010, os gastos tributários com as medidas implementadas pela política industrial se elevaram de R\$ 7,81 bilhões para R\$ 40,96 bilhões. Observa-se um aumento mais significativo entre 2007 e 2008, provavelmente em decorrência da implantação do PAC (GRÁFICO 8).

²⁴ Para maiores detalhes sobre a PITCE e o PAC, ver Cano e Silva (2010); Salerno e Daher (2006); Suzigan e Furtado (2008); Laplane e Sarti (2006); ABDI (2013).

²⁵ De acordo com Curado e Curado (2016), os gastos tributários são compostos por um grupo específico de desonerações que constituem alternativas às ações políticas de governo que tenham como objetivo a promoção do desenvolvimento econômico ou social, mas que sejam realizadas por intermédio do sistema tributário. Constituem os gastos tributários as desonerações que têm como finalidade: (i) compensar gastos realizados pelos contribuintes com serviços não atendidos pelo governo; (ii) compensar ações complementares às funções típicas de Estado desenvolvidas por entidades civis; (iii) promover a equalização das rendas entre regiões; e (iv) incentivar determinado setor da economia. (CURADO; CURADO, 2016, p. 12).

²⁶ Em relação às estimativas dos gastos tributários, Curado e Curado (2016) destacam que “...não foram disponibilizadas pela RFB (Receita Federal do Brasil) revisões de estimativas para os gastos tributários anteriores ao ano de 2005. Neste caso, a melhor informação disponível é aquela contida nos demonstrativos produzidos com base em estimativas elaboradas no ano anterior à publicação do documento. O problema neste caso é que, como as estimativas de gastos tributários são invariavelmente ajustadas para cima, há uma evidente subestimação dos valores gastos até o ano de 2005.” (CURADO; CURADO, 2016, p. 14).

Gráfico 8 – Gastos Tributários com a Política Industrial, 2004-2010 (Em R\$ Bilhões Correntes)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados publicados por Curado e Curado (2016), p. 18.

Em relação às medidas fiscais de longo prazo e à consistência fiscal, foram adotadas medidas importantes, como o controle das despesas com a folha de pagamentos e a modernização do processo de licitações, importantes para a obtenção do equilíbrio dos gastos públicos. De fato, entre 2004 e 2010 a média de crescimento real da despesa primária no agregado pouco variou. Em 2009 apresentou crescimento pouco mais expressivo, provavelmente devido às medidas adotadas para conter os efeitos da crise financeira mundial de 2008. Dentre os itens da despesa, o gasto com pessoal, apesar de ter alcançado um pico em 2009 (4,56%), manteve-se estável como proporção do PIB no período, passando de 4,27% em 2004 para 4,28% em 2010. Os gastos com benefícios sociais, que representam o maior componente das despesas, cresceram, passando de 7,58% do PIB para 8,24% do PIB, tendo alcançado 8,49% do PIB em 2009. Os subsídios apresentaram crescimento expressivo entre 2004 e 2005, quando passaram de 0,28% para 0,48% do PIB. A partir de então voltaram a se reduzir como proporção do PIB e fecharam 2010 equivalendo a 0,23%. Os gastos com custeio apresentaram pequeno crescimento, passando de 2,6% do PIB em 2004 para 2,81% do PIB em 2010. Já os gastos com investimento apresentaram crescimento expressivo a partir de 2006, ano em que teve início a fase expansionista da política fiscal brasileira, quando passaram de 0,63% do PIB em 2006 para 1,15% do PIB em 2010. Pelo lado das receitas, estas aumentaram como proporção do PIB entre 2004 e 2008, passando de 21,42% para

23,06%, refletindo a elevação da carga tributária e da própria arrecadação em decorrência do crescimento econômico. No biênio 2009-2010, as receitas caíram como proporção do PIB, representando 22,21% e 21,74% (TABELA 3).

Tabela 3 – Evolução do resultado primário do Governo Central do Brasil, 2004-2010
(% do PIB)

Discriminação	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Receitas	21,42	22,49	22,55	22,77	23,06	22,21	21,74
Transferências de receita	3,45	3,86	3,85	3,89	4,28	3,84	3,62
Despesas	15,45	16,20	16,68	16,76	16,02	17,19	16,91
Pessoal e encargos	4,27	4,25	4,38	4,28	4,21	4,56	4,28
Benefícios Sociais	7,58	7,97	8,28	8,32	7,93	8,49	8,24
Subsídios	0,28	0,48	0,40	0,37	0,19	0,18	0,23
Custeio	2,60	2,77	2,77	2,86	2,63	2,74	2,81
Investimentos	0,46	0,47	0,63	0,71	0,84	0,97	1,15
Inversões financeiras	0,15	0,16	0,12	0,14	0,11	0,14	0,08
Despesas do BC	0,11	0,10	0,10	0,09	0,11	0,12	0,11
Resultado Primário	2,52	2,43	2,02	2,12	2,76	1,18	1,21

Fonte: Tabela elaborada pela autora a partir de dados publicados por Afonso e Gobetti (2015).

De acordo com Gobetti e Orair, a pouca variabilidade da despesa primária “...evidencia não só uma elevada rigidez da despesa, mas certa inércia, associada principalmente aos gastos sociais em geral e, mais especificamente, aos benefícios sociais previdenciários e assistenciais.” (GOBETTI; ORAIR, 2015, p. 8). Tal rigidez limita a discricionariedade da política fiscal, a qual se reflete apenas nas taxas de crescimento das despesas de custeio, investimentos e subsídios. Os dados mostram que no período 2004-2010 a discricionariedade da política fiscal foi direcionada, prioritariamente, para o aumento dos investimentos públicos, ainda que este tenha sido limitado pelo peso crescente das transferências previdenciárias e assistenciais no orçamento (atreladas, em grande parte, aos aumentos reais do salário mínimo). Neste sentido, esteve de acordo com os preceitos Pós-Keynesianos, especialmente quando se considera que grande parte desses investimentos estiveram relacionados ao PAC e às obras de infraestrutura.

No que diz respeito aos gastos correntes, Afonso e Gobetti (2015) destacam que a estabilização ou redução destes como proporção do PIB não tem se mostrado viável no horizonte em que os ajuste fiscais têm sido planejados. Apresentam como principais

razões: (i) a rigidez de parte dessa despesa, muitas vezes indexada por regras de reajuste baseadas no crescimento do PIB; (ii) cerca de 55% do gasto corrente é constituído por benefícios previdenciários e assistenciais, protegidos por legislação e compromissos do governo; aproximadamente 12% é composto por gastos de custeio com educação e saúde e 24% formado por despesas com salários e aposentadorias de servidores públicos. Ou seja, o controle do gasto corrente, como argumentam os autores, necessita de reformas estruturais ou medidas de revisão cuja execução e efeitos só podem ser percebidos no médio e longo prazo. De qualquer forma, o gasto corrente como proporção do PIB se manteve relativamente estável no período.

Os bons resultados obtidos pela política fiscal, como a manutenção do superávit primário e a redução da relação dívida líquida/PIB, juntamente com o aumento do investimento público e o bom desempenho dos mercados externo e interno, contribuíram para fortalecer uma convenção positiva em relação à estabilidade macroeconômica e à expansão da demanda agregada. A construção deste cenário favorável ao investimento foi de extrema importância para a economia brasileira em 2008, quando eclodiu a crise financeira internacional. Em 2009 e 2010 o governo teve atuação essencial na contenção dos efeitos da crise internamente, especialmente através do investimento e do financiamento público.

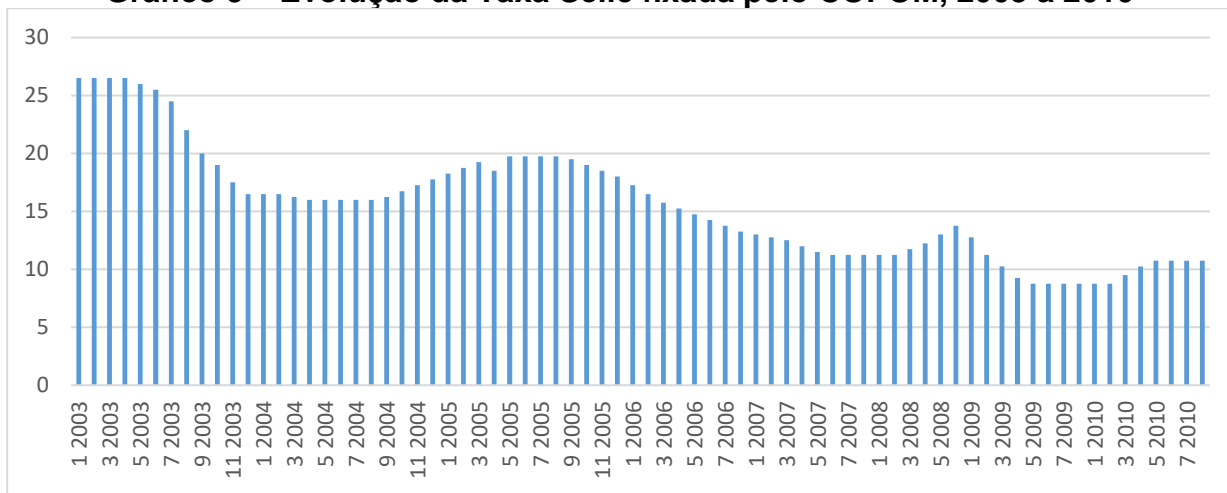
Entretanto, apesar dos bons resultados, o expansionismo fiscal ocorreu sem que houvesse um rompimento efetivo com os fundamentos ortodoxos da política econômica. Como se verá mais a frente, o Banco Central continuou a agir de forma autônoma e restritiva na definição da taxa de juros, que mesmo apresentando trajetória de queda no período, ainda se manteve entre as mais altas do mundo. A este fato se soma a valorização cambial apresentada no período 2004-08, revelando uma falta de coordenação entre as políticas fiscal e monetária, tanto por onerar as contas públicas em um cenário de busca de superávits primários para reduzir a dívida pública, como por serem ações que restringem o investimento e conseqüentemente o crescimento econômico do país.

3.2.2 Política Monetária

O Governo Lula iniciou em 2003 tendo como desafio na área monetária a conquista da estabilidade econômica e a promoção da queda da taxa de juros. Os últimos anos do governo anterior foram caracterizados por pressões inflacionárias em decorrência da desvalorização cambial resultante dos choques externos, e pela consequente elevação da taxa de juros característica do regime de metas de inflação.

Em sua “Carta ao Povo Brasileiro”, o PT assumiu o compromisso com a estabilidade de preços e com o regime de metas de inflação, enfatizando que a gradual redução da taxa de juros só seria possível em um contexto de redução da vulnerabilidade externa, crescimento econômico, geração de emprego, renda e redução da desigualdade. Dessa maneira, deixou claro que era necessário inicialmente “arrumar a casa” para no futuro fazer, de forma lenta e gradual, a reorientação da política econômica (SILVA, 2002).

Nesse sentido, assim como na política fiscal, além de dar continuidade, intensificou o caráter contracionista da política monetária, para posteriormente iniciar o processo de queda da taxa de juros. Em 2002 a meta da taxa Selic tinha se elevado de 18% a.a em julho para 25% a.a em dezembro. Já na primeira reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) do novo governo, a meta foi elevada para 25,5% com viés de alta. Ao longo de 2003 a meta da taxa Selic se manteve em 26,5% a.a entre fevereiro e maio e depois iniciou um ciclo de queda até abril de 2004, quando chegou a 16% a.a, se mantendo nesse patamar até agosto. A partir de então iniciou um novo ciclo de alta, alcançando 19,75% a.a em maio de 2005 e permanecendo neste nível até agosto de 2005. Desde então, o governo conseguiu implantar um processo mais intenso de queda da Selic, que apesar de uma pequena alta no segundo semestre de 2008, voltou a cair em 2009, tendo atingido 8,75% a.a em setembro de 2009, a menor taxa desde que o governo Lula assumiu em 2003, a qual se manteve até abril de 2010, apresentando posteriormente uma leve alta, fechando 2010 em 10,75% a.a. (GRÁFICO 9).

Gráfico 9 – Evolução da Taxa Selic fixada pelo COPOM, 2003 a 2010

Fonte: Dados do Banco Central do Brasil. Gráfico elaborado pela autora.

Em relação às metas de inflação, no início do governo foi anunciada meta de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004. Recordando que em 2002 a meta foi de 3,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos 2 p.p. Já entre 2005 e 2010 a meta foi fixada em 4,5%, com intervalo de tolerância de 2,5 p.p em 2005, e 2 p.p. nos demais anos, para cima ou para baixo. Observa-se que em todos os anos do Governo Lula, a meta foi cumprida, ainda que considerando o intervalo superior de tolerância (TABELA 4).

Tabela 4 – Metas de inflação e IPCA – 2002 a 2010

Ano	IPCA	Metas de inflação	Banda (p.p)
2002	12.53	3.5	2
2003	9.3	8.5	2.5
2004	7.6	5.5	2.5
2005	5.69	4.5	2.5
2006	3.14	4.5	2
2007	4.46	4.5	2
2008	5.9	4.5	2
2009	4.31	4.5	2
2010	5.91	4.5	2

Fonte: Dados do Banco Central do Brasil. Tabela elaborada pela autora.

Considerando o regime de metas de inflação ²⁷ adotado no Brasil desde junho de 1999, a primeira vista a condução da política monetária nos dois governos Lula teria sido bem

²⁷ O regime de metas de inflação, implantado em vários países a partir da década de 1990, tem como característica o estabelecimento por parte do governo de uma meta de crescimento para algum índice de preço em um determinado período. Tal meta é anunciada no início do período e deve ser perseguida pelo

sucedida no controle da inflação e também na queda gradual da taxa de juros, cumprindo assim com o compromisso assumido e fortalecendo a construção de convenções otimistas.

No entanto, se analisarmos a condução da política monetária de acordo com a perspectiva Pós-Keynesiana, cujos objetivos principais seriam o controle de preços, mas também o crescimento econômico, apesar do crescimento apresentado no período, a política monetária adotada parece não ter contribuído para estimulá-lo. Tal política visou apenas o controle da inflação por meio do canal da taxa de câmbio, que se apreciava com os juros elevados e inibia a inflação.

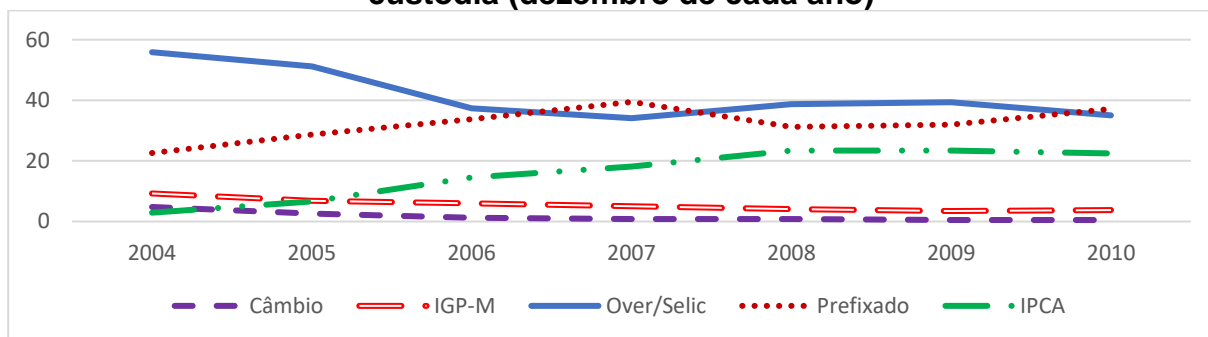
Apesar da queda significativa, o Brasil continuou a apresentar uma das maiores taxas de juros do mundo. As implicações das altas taxas de juros sobre o investimento e o crescimento econômico são percebidas através dos canais de transmissão da política monetária, sejam eles, portfólio, riqueza, crédito, taxa de câmbio e expectativas.

Pelo canal do portfólio, a manutenção de altas taxas de juros tem impacto direto sobre o nível de investimento, por ser um custo de oportunidade para ele. No caso do Brasil, em que o mercado financeiro é dominado por títulos públicos de curta maturidade, elevada rentabilidade e baixo risco, a eficácia da política monetária é reduzida, pois incentiva a retenção de grande parte das reservas criadas no processo monetário na circulação financeira, em detrimento da circulação industrial. O Gráfico 10 mostra que entre 2004 e 2010 ocorreu uma queda na proporção dos títulos indexados à Selic em comparação aos demais indexadores. A participação destes títulos na dívida caiu de cerca de 55% para aproximadamente 35%. Esta queda pode estar relacionada à trajetória de redução da taxa Selic ao longo do período 2004-10, mas ainda assim os títulos indexados à Selic

banco central, que passa a ter como único objetivo de política monetária a manutenção da inflação dentro da meta determinada. Nesse sistema, a taxa de juros de curto prazo atua como principal instrumento de política monetária e deve ser ajustada de forma a conduzir a inflação para a meta estabelecida. Este regime se apoia na hipótese de que a política monetária não tem efeitos reais de longo prazo sobre a economia, e decorre da visão de que a moeda é neutra e de que a política monetária deve atuar como reguladora da quantidade de moeda em circulação.

apresentaram, juntamente com os títulos prefixados, a maior participação na dívida mobiliária brasileira.

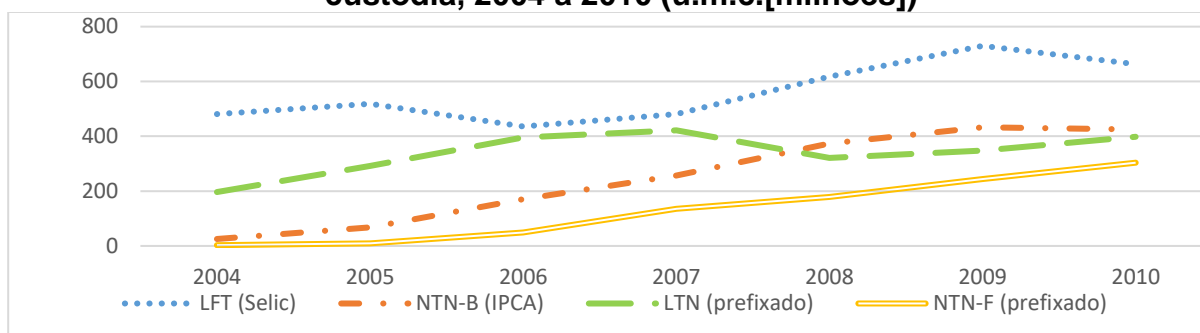
Gráfico 10 – Dívida mobiliária federal, participação (%) por indexador, posição em custódia (dezembro de cada ano)



Fonte: Dados do Banco Central do Brasil-BCB-DSTAT. Gráfico elaborado pela autora.

O mercado de títulos públicos também influencia outro canal de transmissão da política monetária, que é o efeito riqueza. De acordo com Amaral e Oreiro (2008), a grande participação de títulos pós-fixados, especialmente das Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFTs), na composição da dívida líquida do setor público, reduz a eficácia da política monetária pelo seu impacto sobre o efeito riqueza. De acordo com os autores, a peculiaridade na formação dos preços das LFTs, que constituem um título com duração zero, faz com que elevações nas taxas de juros atuem somente no sentido de valorização dos ativos, tendo efeito inverso ao esperado sobre a demanda agregada. Como pode se observar no Gráfico 11, a venda de LFTs predominou em todo o período, ainda que os demais títulos tenham apresentado crescimento, especialmente NTN-B (IPCA) e NTN-F (prefixado).

Gráfico 11 – Saldo da dívida mobiliária por título selecionado, posição em custódia, 2004 a 2010 (u.m.c.[milhões])



Fonte: BCB-Demab. Gráfico elaborado pela autora.

Em relação ao canal do crédito, as altas rentabilidade e liquidez dos títulos públicos têm garantido uma opção bastante rentável ao setor bancário brasileiro, inibindo desta maneira a concessão de crédito. No que diz respeito ao crédito de longo prazo no Brasil, sua escassez, além de estar relacionada às características do mercado de títulos públicos, também resulta de peculiaridades da economia brasileira que inviabilizaram a constituição de uma curva de rendimentos de longo prazo. Entre estas peculiaridades está a incerteza inflacionária, resultante de três décadas de inflação alta no país; e depois da estabilização, a incerteza com relação ao comportamento futuro das taxas de juros diante das vulnerabilidades da economia brasileira²⁸. Pelo lado da demanda por crédito, como destaca Carvalho (2005), a “franja de tomadores insastifeitos”, na expressão de Keynes, sempre foi elevada no Brasil. Grande parte desses tomadores, já acostumados com o racionamento do crédito, mostram-se pouco sensíveis a alterações na taxa de juros, fazendo com que elas necessitem ser bastante elevadas para ter impactos sobre a circulação industrial, reduzindo assim a eficácia desse canal.

A concessão de crédito apresentou forte expansão entre 2004 e 2010, quando passou de 25,5% do PIB para 44,1%. Como visto no capítulo 2, esta expansão foi caracterizada, até 2008, pelo predomínio do crédito privado de curto prazo baseado em recursos livres

²⁸ “... a estabilização de preços, se efetivamente reduziu os temores de um colapso da economia em um episódio hiperinflacionário, acabou por manter uma acentuada incerteza com relação ao futuro, ao gerar, explicitar ou simplesmente permitir trazer à baila desequilíbrios remanescentes importantes para as perspectivas futuras da economia, como a vulnerabilidade externa, os desequilíbrios fiscais, a obsolescência de estruturas institucionais, a pouca eficiência e confiabilidade dos poderes do Estado, etc.” (CARVALHO, 2005, p. 332).

e direcionado para o consumo das famílias e capital de giro das pequenas e médias empresas. Em 2009 e 2010, o crédito concedido pelas instituições públicas passa a crescer de forma mais expressiva, refletindo uma atuação anticíclica deste segmento diante da crise financeira mundial. Ainda assim, o Brasil continuou a apresentar um mercado de crédito, especialmente de longo prazo, pouco funcional às necessidades de financiamento do investimento.

No que diz respeito ao canal do câmbio, este foi o principal canal de transmissão da política monetária no período. A elevada taxa de juros, associada ao regime de câmbio flutuante em um contexto de abertura da conta capital e financeira do balanço de pagamentos, contribuiu para manter a taxa de câmbio apreciada e dessa maneira conter as pressões inflacionárias, que resultaram da política de valorização do salário mínimo, queda do desemprego e mudança na composição da demanda doméstica, e que se traduziu em inflação de serviços. A apreciação cambial foi ainda potencializada pelo ciclo de alta das *commodities* e pelo cenário externo favorável.

De acordo com Carvalho (2005), a combinação entre taxa de juros elevada e volátil e câmbio apreciado é "... a mais destrutiva das combinações, equivalente a conter pressões inflacionárias correntes com uma bomba-relógio datada para um futuro incerto." (CARVALHO, 2005, p. 13). Tal combinação prevaleceu na economia brasileira entre 2004 e 2010. De modo geral, a apreciação cambial, ao inibir as exportações e estimular as importações, torna-se preocupante pelo seu impacto sobre a competitividade da indústria nacional e também sobre o balanço de pagamentos, cujo financiamento pode passar a depender, de maneira crescente, da entrada de capitais voláteis de curto prazo e de caráter especulativo. Por outro lado, a manutenção de altas taxas de juros, em uma economia com as características da economia brasileira (especialmente em relação ao mercado de títulos públicos), além de reduzir a eficácia dos canais de transmissão da política monetária, contribui para elevar a dívida pública através da geração de déficits nominais crescentes.

Em relação às expectativas, as elevadas taxas de juros praticadas no Brasil e o mercado de títulos públicos, caracterizado pela alta rentabilidade e baixo risco, garantiram o bom

funcionamento das operações de mercado aberto realizadas pelo Banco Central. Ainda assim, a eficácia da política monetária foi comprometida, especialmente pelas características do mercado de títulos públicos apresentadas acima, que incentivaram a circulação financeira a absorver, de modo permanente, elevada proporção das variações de reservas criadas no processo de política monetária.

Portanto, a política monetária praticada no período, ainda que tenha aparentemente cumprido o compromisso de manutenção da estabilidade de preços e queda da taxa de juros, foi pouco eficaz em estimular convenção otimista e em promover as condições necessárias para o crescimento econômico. Especificamente, as elevadas taxas de juros e o mercado de títulos públicos brasileiros podem ser considerados como os maiores entraves à eficácia dos mecanismos de transmissão da política monetária. Este quadro foi ainda agravado por fatores conjunturais, em que prevaleceram os choques de custos como os principais e mais persistentes geradores de pressões inflacionárias. Nesse caso, a política de juros, que deveria ser utilizada sempre com muita parcimônia, não seria a forma mais eficaz de combater a inflação. E de fato não foi. A inflação foi controlada, em grande parte, pelo câmbio valorizado em decorrência, principalmente, do ciclo de alta das *commodities* e do bom desempenho do mercado externo no período. Este fato se torna claro no período 2011-16, que ainda será analisado, caracterizado pela reversão do bom desempenho do mercado externo, em que as pressões inflacionárias se intensificaram e o governo passou a utilizar instrumentos microeconômicos para controlar a inflação.

3.2.3 Política Cambial

O regime de câmbio brasileiro é classificado como flutuante, ainda que ocorram intervenções no mercado de câmbio e sejam implantadas medidas regulatórias, visando maior estabilidade da taxa de câmbio. Neste sentido, a política cambial deve perseguir a estabilidade do câmbio de modo a assegurar o equilíbrio externo e a estabilidade de preços, conforme os preceitos Pós-Keynesianos.

Em relação aos determinantes externos da taxa de câmbio, o maior desafio da autoridade monetária seria a redução da volatilidade cambial em um cenário de alto grau de incerteza associado à instabilidade dos fluxos de capitais, especialmente daqueles direcionados para os países emergentes; e à instabilidade dos ciclos de demanda e de preços das *commodities*. No caso brasileiro, períodos de abundância dos fluxos internacionais de capitais e de alta dos preços das *commodities* tendem a estar associados a movimentos persistentes de apreciação cambial e a intervenções positivas (aquisição de moeda estrangeira pelo Banco Central) sistemáticas no mercado de câmbio (LUPORINI; SOUZA, 2016).

Internamente, os principais determinantes da taxa de câmbio estão relacionados à sua institucionalidade e aos fluxos efetivos de divisas no mercado de câmbio à vista e às posições dos agentes no mercado futuro (PRATES, 2015). O mercado de câmbio brasileiro é constituído pelo mercado à vista e pelo mercado de derivativos cambiais. De modo geral, além das intervenções no mercado por meio das operações de compra e venda de divisas ou de contratos de derivativos cambiais, o governo também atua no mercado de câmbio por meio de medidas de controles de capitais, regulação das posições cambiais dos bancos e dos demais agentes que atuam neste mercado, e taxação sobre as operações de derivativos.

Uma peculiaridade do mercado cambial brasileiro, conforme parte da literatura referente ao tema, é que a taxa de câmbio se forma primeiro no mercado futuro e é transmitida por arbitragem para o mercado a vista (FRANCO, 2000; DODD; GRIFFITH-JONES, 2007; VENTURA; GARCIA, 2012; ROSSI, 2015). A maior liquidez do mercado futuro, decorrente da liberalização financeira implementada na economia brasileira nos anos 1990 e em 2000, permite, segundo Rossi (2015), que o mercado de câmbio brasileiro seja permeável à especulação financeira. Através de uma análise do mercado de derivativos brasileiro, o autor encontrou resultados que mostram que a especulação e arbitragem se tornaram as motivações dominantes para a operação desse mercado. Os resultados encontrados pelo autor mostram que “os estrangeiros e investidores institucionais formam ou acentuam tendências de preço no mercado de câmbio futuro

com o objetivo de obter ganhos especulativos e que os bancos atuam para realizar ganhos de arbitragem transmitindo a pressão especulativa oriunda do mercado futuro para o mercado à vista.” (ROSSI, 2015, p. 715-716).

Neste contexto, como destaca Rossi,

a atuação do Banco Central restrita ao mercado à vista pode ser pouco eficaz, pois, por um lado, ela afeta a cotação da taxa de câmbio à vista ao absorver ou prover liquidez no mercado, mas, por outro, ela não afeta diretamente o circuito especulação-arbitragem que, dependendo da intensidade, pode perdurar mesmo com intervenções sistemáticas do Banco Central (ROSSI, 2015, p. 722).

O período 2004-2010 foi marcado por uma forte apreciação cambial resultante da combinação do ciclo de demanda e alta dos preços das *commodities* que o Brasil exportava, melhora dos termos de troca, alta liquidez internacional (acompanhada das operações de *carry trade*²⁹), e bom desempenho da economia mundial que caracterizaram um mercado cambial abastecido por grande oferta de moeda estrangeira e um mercado futuro influenciado por expectativas otimistas em relação à permanência deste cenário (PRATES, 2015; LUPORINI; SOUZA, 2016). Além das operações tradicionais de *carry trade*, há também aquelas relacionadas ao mercado futuro de câmbio, no Brasil. O aumento de preços das *commodities* estimulou expectativa de apreciação cambial no mercado à vista de câmbio e o aumento da posição vendida de exportadores e especuladores no mercado futuro de câmbio brasileiro, um dos mais líquidos do mundo devido à liberalização financeira implementada nos anos 1990 e, em especial, à Resolução 2689 do Banco Central do Brasil de 2000. Neste processo, bancos atuaram como arbitradores, aumentando sua posição comprada no mercado futuro e assumindo a ponta vendida no mercado à vista de câmbio a partir da captação de recursos externos (operações de linha) a taxas de juros bem mais módicas que a meta Selic (ROSSI, 2015). Esta apreciação cambial foi sustentada pela política cambial, que

²⁹ As operações de *carry trade* se constituem em um dos principais mecanismos de transmissão do ciclo de liquidez internacional para as taxas de câmbio e consistem em um investimento intermoedas, em que se forma um passivo (posição vendida) na moeda de baixas taxas de juros e um ativo (posição comprada) na moeda de juros mais altos. (ROSSI, 2015)

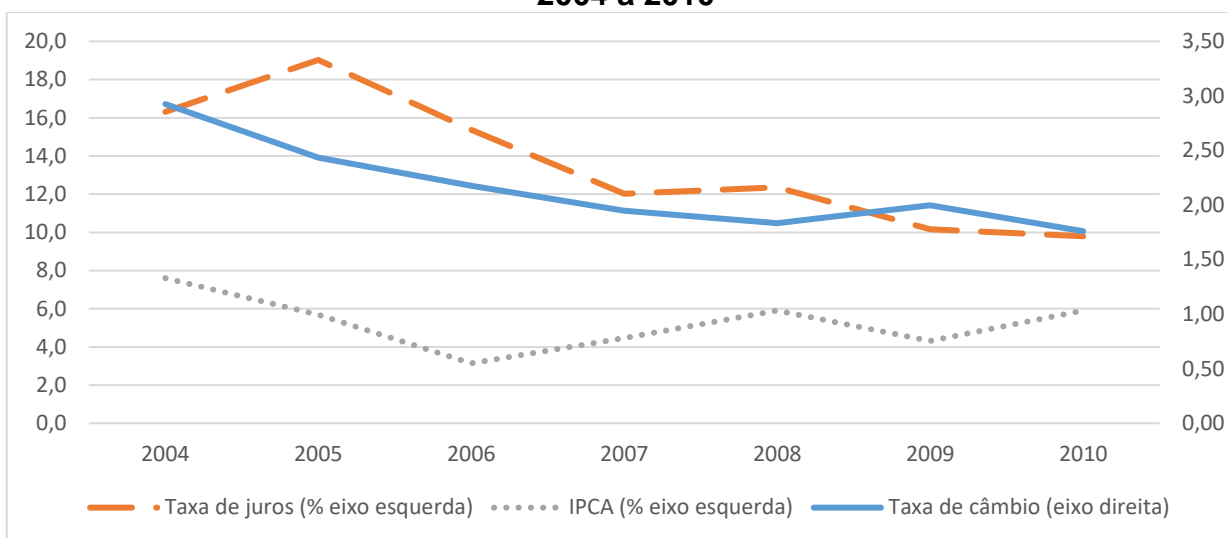
por sua vez foi guiada pela austeridade monetária e pelo comprometimento da equipe econômica com o cumprimento das metas de inflação.

Analisando os objetivos da política macroeconômica no período, observa-se que o compromisso com a estabilidade assumido pelo PT em sua “Carta ao Povo Brasileiro” em 2002, também se refletiu na condução da política cambial (SILVA, 2002). Fiel ao tripé macroeconômico e em um ambiente caracterizado pela ampla mobilidade de capitais, a política cambial foi conduzida de forma a garantir a estabilidade de preços, e desta maneira esteve atrelada aos movimentos da taxa de juros. Prates argumenta que:

A trajetória da taxa Selic – que manteve persistentemente um elevado diferencial entre os juros interno e externo – condicionou, de forma decisiva, os movimentos da taxa de câmbio nominal. Ao optar pela adoção de uma gestão monetária restritiva para garantir a eficácia da política de metas de inflação, o BCB abriu mão, simultaneamente, de qualquer meta relativa à taxa de câmbio nominal, que se tornou a variável determinada do sistema e, ao mesmo tempo, o instrumento central para sua eficácia. Neste período de abundância de liquidez externa e apreciação do real, o elevado coeficiente de repasse vigente na economia brasileira tornou-se um “aliado” desta política, dados os efeitos benéficos dessa apreciação sobre a inflação interna (PRATES, 2015, p. 131).

O Gráfico 12 mostra a trajetória da taxa de câmbio nominal, da taxa de juros e do nível de preços no período. Observa-se que embora a taxa de juros tenha apresentado redução gradual, esta ainda se manteve entre as mais elevadas do mundo, atraindo capital externo e contribuindo desta maneira para a apreciação cambial. O câmbio apreciado contribuiu para manter a inflação dentro da meta, ao impedir o maior reajuste de preços nos setores de bens *tradables*.

Gráfico 12 – Evolução da taxa de juros, taxa de câmbio nominal* e IPCA, Brasil, 2004 a 2010



Fonte: Dados do Banco Central do Brasil e IPEADATA. Gráfico elaborado pela autora.

Nota: * Taxa de câmbio R\$/US\$ comercial (valor de venda) média do período.

Neste período a autoridade monetária assumiu a ponta comprada (intervenção positiva) nos mercados à vista e futuro, contribuindo assim para reduzir o ritmo da apreciação cambial e promover o acúmulo de reservas para reconstituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, mas sem influenciar a tendência de apreciação do real (PRATES, 2015). Entre 2004 e 2010, as reservas acumuladas passaram de US\$49.296 milhões para US\$288.575 milhões.

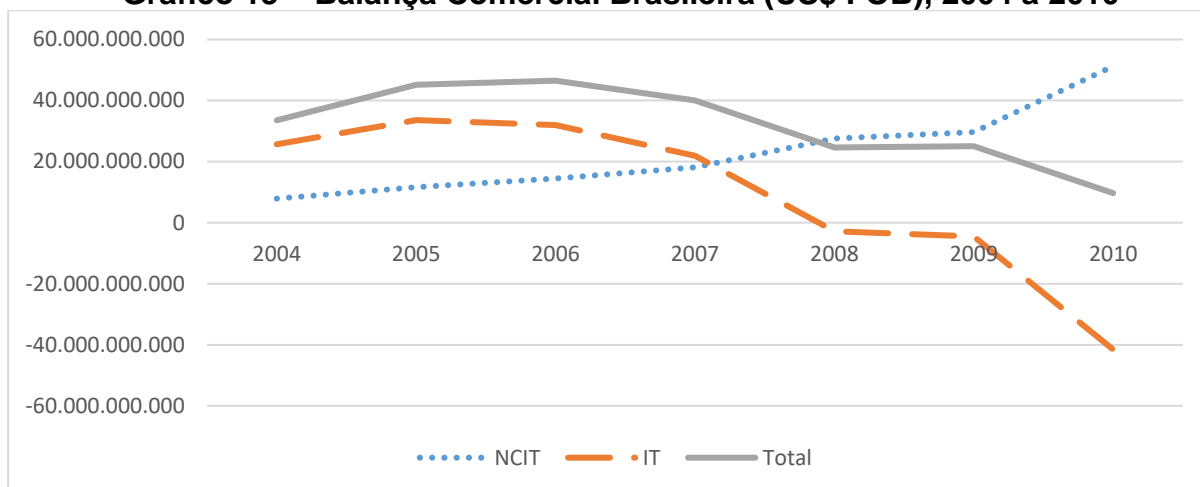
Entretanto, para neutralizar o impacto monetário da compra de divisas, foi feita intervenção esterilizadora através da venda de títulos públicos no mercado aberto. Tal estratégia, consistente com a política monetária restritiva praticada no período, causou constrangimentos na área fiscal. Por um lado, contribuiu para elevar o estoque da dívida pública mobiliária concentrada no curto prazo e indexada à Selic (GRÁFICO 10 – tópico 3.2.2) e, por outro, elevou os custos do carregamento de reservas devido ao diferencial entre os juros internos e externos. Esta falta de sincronia entre as políticas cambial e fiscal ajudou a deteriorar a situação fiscal do governo, não contribuindo para a construção de covenções otimistas.

Além disso, ao optar pela manutenção de uma taxa de câmbio valorizada, prejudicou a competitividade da indústria brasileira, ao reduzir a lucratividade dos setores produtores de bens *tradables*³⁰, além de tornar os produtos exportados mais caros no exterior. Ao mesmo tempo, o governo implantou políticas sociais e de renda, como o aumento real do salário mínimo, expansão do crédito e programas de transferência de renda, que incentivaram a expansão do consumo. Porém, diante da redução de suas margens de lucro, mesmo com o aumento do consumo, os empresários não se sentiram incentivados a investir e assim a aumentar a capacidade de oferta da economia brasileira no médio e longo prazos. Dessa forma, o maior consumo interno foi atendido pela elevação das importações e pelo aumento da produção interna enquanto havia capacidade ociosa. Nas palavras de Prates:

Ao negligenciar o patamar da taxa de câmbio enquanto meta de política, a gestão cambial abriu mão de defender a competitividade da indústria brasileira (no mercado externo e interno), resultando em distorções macroeconômicas (deterioração do saldo comercial de produtos manufaturados), mas também microeconômicas. Isso porque, a deterioração dessa competitividade induziu a busca de hedge e/ou de ganhos especulativos (exatamente para atenuar essa perda) pelas empresas exportadoras mediante operações com derivativos vinculados à taxa de câmbio, cujas consequências negativas vieram à tona com o efeito-contágio da crise financeira global. (PRATES, 2015, p. 131).

A sobreapreciação cambial contribuiu para inviabilizar o desenvolvimento e a diversificação da indústria manufatureira brasileira, levando a mudanças na estrutura produtiva do país que foi na direção de sua reprimarização. Desse modo, contribuiu para a deterioração do saldo comercial dos produtos manufaturados, reforçando a fragilidade externa estrutural do país, ainda que no ciclo 2004-2010 ela tenha sido mascarada por fatores conjunturais, como será visto à frente (GRÁFICO 13).

³⁰ A apreciação cambial, juntamente com a política de valorização do salário real acima dos ganhos de produtividade, contribuiu para a redução da lucratividade das empresas produtoras de bens *tradables* ao reduzir suas margens de lucro.

Gráfico 13 – Balança Comercial Brasileira (US\$ FOB), 2004 a 2010

Fonte: MDIC: Secretaria de Comércio Exterior (2004 a 2016).

Nota: NCIT = Não classificado na indústria de transformação, IT = Indústria de transformação.

Também neste caso, as políticas cambial e monetária não estimularam convenções otimistas nos diversos segmentos produtivos. Como argumentam Resende e Terra (2017, p. 259), *“this contradictory signaling of economic policies generated optimistic conventions, investment and productivity only in the sectors attached to primary commodities”*, especialmente porque nesses setores, o aumento dos preços das *commodities* mais que compensou a apreciação da taxa de câmbio nominal, incentivando as exportações.

A pauta exportadora brasileira é ainda baseada, predominantemente, em produtos primários, o que caracteriza uma elevada elasticidade-renda das importações em relação à elasticidade-renda das exportações do país. Este quadro faz com que em períodos de crescimento, os déficits em conta corrente tenham que ser financiados através da elevação do passivo externo, tornando a economia mais suscetível a crises cambiais, e explicitando sua vulnerabilidade externa. Porém, no período 2004-2010, a fase ascendente do ciclo dos anos 2000 foi puxada pelo setor externo e em contexto de superávits em transações correntes pela primeira vez na história do Brasil, após o início de sua industrialização por meio da substituição de importações. Esta especificidade foi possível dada a peculiaridade daquele ciclo: ele teve como um de seus determinantes a elevada demanda externa e os preços ascendentes das *commodities* exportadas pelo

país. Paralelamente, a economia mundial e a liquidez internacional cresciam a taxas elevadas produzindo enorme entrada de capitais nas economias emergentes.

Portanto, a política cambial pode ser considerada bem sucedida do ponto de vista dos seguintes objetivos da política econômica: compromisso com a estabilidade de preços, acúmulo de reservas e controle da volatilidade no mercado de câmbio. Entretanto, não esteve alinhada com as políticas fiscal, social e creditícia, confundindo a formação das convenções e expectativas por parte dos agentes.

Ao manter a moeda sobrevalorizada, a política cambial prejudicou o investimento agregado ao comprimir os lucros da indústria, além de contribuir para a deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos, que se tornava deficitária a partir de 2008. Deste modo, ao mesmo tempo em que a apreciação cambial elevava o poder aquisitivo do trabalhador (aumento do preço relativo dos bens *non tradables*), em sintonia com as políticas de aumento real do salário mínimo, de transferência de renda e ampliação do crédito, com vistas a ampliar o mercado interno e estimular o consumo agregado, ela limitava o investimento agregado. Como consequência, ela contribuía para a reprimarização da estrutura produtiva e limitava os ganhos de produtividade e o aumento da oferta agregada no futuro, fatores estes que eram condição necessária para a continuidade das políticas sociais de aumento dos salários reais, do emprego, do crédito e fortalecimento do mercado interno. Como aumentar o crédito no futuro se o crescimento do emprego e dos salários reais ficarem limitados? Como aumentar o emprego no futuro se o crescimento da oferta agregada ficar limitado? Como aumentar os salários reais no futuro se a produtividade não crescer?

Portanto, o miniciclo de crescimento apresentado entre 2004-2010 não teve como seu principal determinante a elevação da taxa de investimento: embora robusto, o aumento do investimento não foi suficiente para o alcance de patamares superiores a 23 ou 24% do PIB da taxa de investimento, requeridos para garantir o crescimento sustentado da economia acima de 4% ao ano (OREIRO, 2013) – a exceção, talvez, fica para o biênio 2009-2010, quando a taxa de investimento atingiu patamares acima de 19% do PIB, impulsionada, sobretudo, pelo investimento público, conforme analisado adiante. O

alcance da taxa média anual de crescimento econômico de 4,5% entre 2004 e 2010, embora ajudado pelo aumento do investimento agregado, resultou, então, principalmente das políticas de expansão do crédito, programas de transferência de renda e valorização real do salário, além do bom desempenho das exportações. Ou seja, embora o aumento da taxa de investimento no período tenha contribuído para o miniciclo, este decorreu, sobretudo, do aumento do consumo e das exportações em contexto de capacidade ociosa elevada, visto que apenas taxas de investimento superiores a 23% do PIB é que explicariam a taxa média de crescimento anual da economia brasileira de 4,5% (RESENDE; TERRA, 2017). A taxa de investimento cresceu de 17,3% do PIB para 19,1% entre 2004 e 2009, alcançando 20,5% do PIB em 2010, valores insuficientes para explicar o miniciclo de crescimento do período – em 2003 a utilização da capacidade instalada na indústria era de 79,7%, crescendo continuamente até alcançar 83,3% em 2008, cair para 80,6% em 2009 e subir para 83,3% em 2010. Contudo, a política de apreciação cambial não sinalizava para a sustentação, no futuro, do processo de ampliação do consumo devido ao teto que a taxa de câmbio impunha sobre o investimento, os ganhos de produtividade e o aumento da oferta agregada, do emprego e dos salários reais. Ou seja, a política cambial não sugeria que um dos pilares do crescimento econômico de 2004-2010, qual seja, o fortalecimento do mercado interno e o conseqüente aumento do consumo, seria sustentável no período seguinte devido ao teto sobre o investimento agregado que a apreciação do câmbio real impunha.

A alta dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil e da sua demanda mundial, associados à valorização cambial, contribuíram para fortalecer a participação do setor primário no PIB e na pauta exportadora brasileira, diminuindo os ganhos de produtividade na economia e impedindo a ocorrência de mudanças mais profundas na estrutura produtiva do país. Além disso, os instrumentos de política cambial, como o controle de capital, o acúmulo de reservas e a atuação do Banco Central nos mercados à vista e futuro de câmbio, influenciaram negativamente o resultado fiscal, emitindo sinais contraditórios. Dessa maneira, a formação de convenções otimistas em relação à condução da política econômica ficou prejudicada.

3.2.4 Política Macroeconômica e convenções

As políticas fiscal, monetária e cambial não estiveram alinhadas em seus objetivos entre 2004 e 2010 e, dessa forma, emitiram sinais contraditórios para os agentes, prejudicando a construção de convenções otimistas.

Os bons resultados obtidos pela política fiscal, como a manutenção do superávit primário e a redução da relação dívida líquida/PIB, juntamente com o aumento do investimento público e o bom desempenho dos mercados externo e interno, contribuíram para fortalecer uma convenção otimista em relação à estabilidade macroeconômica e à expansão da demanda agregada.

Entretanto, apesar dos bons resultados, o expansionismo fiscal ocorreu sem que houvesse um rompimento efetivo com os fundamentos ortodoxos da política econômica. O Banco Central continuou a agir de forma autônoma e restritiva na definição da taxa de juros, que mesmo apresentando trajetória de queda no período, ainda se manteve entre as mais altas do mundo. A este fato se soma a valorização cambial apresentada no período 2004-10, revelando uma falta de coordenação entre as políticas, tanto por onerar as contas públicas em um cenário de busca de superávits primários para reduzir a dívida pública, como por serem ações que restringem o investimento e conseqüentemente o crescimento econômico do país.

A política monetária praticada no período, ainda que tenha aparentemente cumprido o compromisso de manutenção da estabilidade de preços e queda da taxa de juros, foi pouco eficaz em estimular convenção otimista e em promover as condições necessárias para o crescimento econômico. Especificamente, as elevadas taxas de juros e o mercado de títulos públicos brasileiros podem ser considerados como os maiores entraves à eficácia dos mecanismos de transmissão desta política.

Por sua vez, a política cambial foi bem sucedida em manter o compromisso com a estabilidade de preços, acúmulo de reservas e controle da volatilidade no mercado de câmbio. Entretanto, ao manter a moeda sobrevalorizada, prejudicou o investimento agregado ao comprimir os lucros da indústria, e contribuiu para a deterioração dos

resultados da conta corrente do balanço de pagamentos, que se tornou deficitária a partir de 2008. Além disso, os instrumentos de política cambial, como o controle de capital, o acúmulo de reservas e a atuação do Banco Central nos mercados à vista e futuro de câmbio, influenciaram negativamente o resultado fiscal, emitindo sinais contraditórios.

Em suma, a incoerência entre as políticas fiscal (superávit primário), monetária (juros elevados) e cambial (que inibiu o investimento e aumentou a dívida mobiliária e o custo do governo com o acúmulo de reservas), as quais se acrescentam políticas sociais de fomento ao consumo, prejudicaram a construção de convenções otimistas e consolidaram um limite máximo para a taxa de investimento e, conseqüentemente, para a dinâmica do crescimento econômico (RESENDE; TERRA, 2017).

Ainda assim, a despeito das contradições da política macroeconômica, a capacidade ociosa existente viabilizou o crescimento acima de 4% ao ano entre 2004 e 2010, a partir do estímulo de demanda oriundo das exportações e do consumo, mitigando a pressão sobre o investimento agregado e seus fundos de financiamento. A percepção de que era possível crescer assim impediu que a convenção pessimista emergisse mesmo que o investimento não fosse elevado. Ou seja, o teto imposto ao investimento privado pela apreciação cambial não impediu o ciclo ascendente, porque não era necessária uma elevada taxa de investimento privado enquanto fosse possível crescer ocupando a capacidade ociosa via aumento das exportações e do consumo.

3.3 Formação dos fundos a partir da política econômica e do crescimento da economia no período 2004-10

3.3.1 Fundo Público

A trajetória do fundo público de financiamento do investimento está vinculada aos ciclos da economia brasileira e à política econômica, especialmente, a política fiscal. A participação deste fundo no financiamento da economia brasileira foi moderada entre 2004 e 2005 quando foi adotada uma postura mais conservadora por parte da equipe econômica. Já em 2006 teve início uma fase de flexibilização, marcada, principalmente,

pelo começo da trajetória de redução da taxa de juros e introdução de instrumentos fiscais que visavam gerar maior espaço fiscal para as despesas discricionárias, dentre as quais o investimento. Esta reorientação da política econômica, juntamente com o crescimento da arrecadação do Estado, contribuiu para um aumento significativo dos investimentos e da oferta de crédito público no período.

A arrecadação do governo central cresceu entre 2004 e 2008, passando de 21,42% para 23,08% do PIB. Este crescimento resultou do aumento da carga tributária (passou de 32,37% do PIB em 2004 para 33,59% do PIB em 2008) e do crescimento econômico no período (média de 4,8% a.a.). Em 2009 e 2010 a arrecadação caiu para 22,21% e 21,74% do PIB, respectivamente. Esta queda esteve relacionada à crise financeira de 2008 e seu impacto sobre a expectativa dos agentes, que diante da incerteza crescente aumentaram a preferência pela liquidez, o que causou queda significativa do crédito, do consumo e do investimento, e conseqüentemente da demanda agregada. Em 2009 a economia brasileira apresentou crescimento negativo de -0,1%. A atuação do governo, através de uma política econômica contra cíclica em 2010, permitiu a espetacular recuperação do crescimento econômico naquele ano (7,5%), o que pode explicar a redução da participação da arrecadação no PIB, devido ao significativo aumento do seu denominador.

O aumento da arrecadação, juntamente com a redução da relação dívida pública/PIB (a dívida líquida passou de 50,19% em dez/2004 para 37,98% em dez/2010) com a melhora do perfil da dívida, com redução significativa dos títulos atrelados ao dólar e à Selic, contribuíram para uma participação mais ativa do Estado na economia. Especialmente a partir de 2007, a participação do fundo público no financiamento da economia brasileira assumiu papel protagonista no miniciclo de crescimento 2004-10, conforme se verá adiante.

Seguindo o regime de metas de superávit primário, a política fiscal tem sua discricionariedade limitada, especialmente diante de um quadro de rigidez e inércia dos gastos sociais e com pessoal. Nos períodos em que são impostos ajustes fiscais mais rígidos, são justamente as despesas com custeio, investimentos e subsídios as que serão

reduzidas. Em 2004 e 2005, a meta (4,25% do PIB) foi cumprida com aumentos contínuos do superávit primário (4,58% e 4,83% do PIB, respectivamente). Tais resultados se apoiaram, principalmente, no acréscimo da carga tributária e na queda dos investimentos públicos. Entretanto, ainda em 2005 começaram a ser introduzidos alguns instrumentos de flexibilização que, associados ao maior crescimento econômico, permitiram que o espaço fiscal gerado fosse canalizado para as despesas com investimento.

Orair (2016) mostra que o primeiro desses instrumentos foi o Projeto Piloto de Investimentos (PPI), criado em 2005 que procurou “introduzir a ideia de que alguns investimentos precisariam receber tratamento fiscal diferenciado por ensejarem um processo virtuoso de autofinanciamento, e, por conseguinte, poderiam ser deduzidos da meta fiscal.” (ORAIR, 2016, p. 21). Entretanto, como destaca o autor, o PPI contemplava apenas uma carteira restrita de projetos e não um orçamento de capital, como proposto por Keynes. Esta “lacuna” foi preenchida pelo PAC, que abrangia investimentos em projetos de infraestrutura, além da ampliação das margens de dedução. A Tabela 5 mostra a evolução das despesas pagas do PPI/PAC, que passaram de R\$ 4,9 bilhões em 2006 para R\$ 60,6 bilhões em 2010, mostrando um crescimento de 1.136%. Observa-se que predominaram as despesas com investimento (média de 64,3% do total no período), seguidas das transferências aos governos subnacionais (média de 24,7% do total no período). A maior concentração de tais despesas em 2009 e 2010 (aproximadamente 68% do total) ilustra a atuação contra cíclica do governo, que agiu de acordo com os preceitos Keynesianos, aumentando e utilizando o orçamento para investimento, vinculado a um plano de investimentos, que contemplava prioritariamente projetos de infraestrutura, o PAC.

Tabela 5 - Despesas pagas do PPI/PAC (2006-2015)
(Em bilhões de R\$ de 2015 convertidos pelo IPCA)

Discriminação	2006	2007	2008	2009	2010
PPI/PAC	4.9	8.2	12	23.4	30.6
FBCF	4	6	8.3	13.4	19.2
Transferência aos governos subnacionais	0.6	1	3.2	6.5	8.3
MCMV	0	0	0	0	2.2
Outras despesas	0.3	1.3	0.5	3.5	0.9

Fonte: Orair (2016). PPI = Projeto Piloto de Investimentos. PAC = Plano de Aceleração do Crescimento. FBCF = formação bruta de capital fixo. MCMV = Programa Minha Casa Minha Vida.

A expansão do investimento público iniciada em 2006 e impulsionada com a implantação do PAC em 2007 teve papel relevante para conter a perda de dinamismo da economia, oriunda do mercado externo, após 2008. O aumento do investimento público foi de extrema importância para reduzir os níveis de incerteza e incentivar o setor privado a investir. O efeito *crowding in* se fez presente através do impacto positivo sobre as expectativas dos empresários, que elevaram seus investimentos em 2010, mesmo diante da crise financeira internacional. Entre 2004 e 2010 o investimento do setor público cresceu progressivamente, passando de aproximadamente 2,6% para 4,6% do PIB, quando alcançou o patamar mais elevado no período pós-real. Neste mesmo período, o investimento privado passou de 14,7% para 17% do PIB.

Este resultado sugere o papel da política fiscal e do próprio ciclo de crescimento da economia, com seu impacto sobre a arrecadação do governo, na constituição do fundo público que financiaria o aumento do investimento público, além do seu efeito *crowding in* com o investimento privado, implicando o aumento do investimento agregado entre 2004 e 2010. O investimento público, financiado a partir do fundo público, foi importante para explicar a fase ascendente do ciclo econômico brasileiro do período em análise, e decisivo em 2009-10, quando a economia mundial sofreu o maior efeito da crise financeira de 2008.

Entre 2004 e 2010 a taxa real média de crescimento do investimento público foi de aproximadamente 14,6% a.a., com o governo central (29,5% a.a.) e as empresas estatais (15,6% a.a.) apresentando as maiores taxas. Este fato levou a um aumento da

participação do governo central (passou de 8,3% para 17,3%) e das estatais (passou de 38,7% para 40,8%) no investimento público, enquanto que os estados mantiveram (22,5%) e os municípios tiveram reduzida esta participação (passou de 30,5% para 19,4%). O maior espaço fiscal a partir de 2006 foi direcionado prioritariamente para o investimento público, se refletindo na maior taxa de crescimento deste entre 2006 e 2010, que equivaleu a uma média de 17% a.a., com destaque para o crescimento do investimento das estatais que apresentou uma média de 23,2% no período (TABELA 6). Observa-se que, apesar do maior crescimento do investimento do governo central, este apresentou ao longo do período a menor participação direta na execução do investimento público, ainda que indiretamente seja uma importante fonte de recursos para as demais esferas públicas.

Tabela 6 – Investimento Público, 2004-2010 (Em bilhões de R\$ de 2015 convertidos pelo deflator implícito do PIB)

Ano	Central	Estado	Município	Geral	Estatais	Público	PIB
2004	9,4	25,6	34,7	69,7	44,0	113,7	4377,7
2005	15,0	29,5	27,6	72,0	45,4	117,4	4517,9
2006	18,0	34,5	39,2	91,7	45,6	137,3	4696,9
2007	21,0	24,7	41,1	86,7	53,7	140,4	4982,0
2008	23,0	36,3	53,1	112,4	72,0	184,5	5235,8
2009	31,2	46,9	39,4	117,5	93,3	210,7	5229,2
2010	44,4	58,0	49,8	152,2	105,1	257,3	5622,9
Taxa média de crescimento ao ano (%)							
2004-2010	29,5	14,6	6,2	13,9	15,6	14,6	4,3
2006-2010	25,3	13,9	6,2	13,5	23,2	17,0	4,6

Fonte: Tabela elaborada pela autora a partir de dados de Orair (2016).

A Tabela 7 mostra que o investimento público foi canalizado, predominantemente, para o setor de infraestrutura econômica, cuja participação girou em torno de 70% dos investimentos da União e das estatais federais, entre 2005 e 2010. Somente as empresas do Grupo Petrobrás foram responsáveis por uma média de aproximadamente 52% desses investimentos, tendo aumentado em quase quatro vezes seu investimento no período (em termos nominais passaram de R\$16,6 bilhões em 2006 para R\$ 63,2 bilhões em 2010). Esta expansão se concentrou no setor de petróleo e gás e foi incentivada, especialmente, pelo cenário externo benéfico, pela descoberta e início da exploração de

petróleo leve na camada pré-sal e pela retirada da Petrobrás, em 2009, do cálculo da meta de superávit primário do setor público (ORAIR, 2014). Também se destaca a ampliação dos investimentos em infraestrutura de transporte.

Tabela 7 – Classificação dos investimentos da União e das empresas estatais federais 2005 a 2010 (Valores nominais -R\$ milhões)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Infraestrutura Econômica	23.410	27.102	34.157	48.024	67.635	83.911
Grupo Petrobrás	16.567	18.050	24.066	36.264	51.204	63.211
Grupo Eletrobrás	3.208	3.204	3.104	3.878	5.212	5.279
Transportes	3.635	5.848	6.986	7.882	11.219	15.421
Infraero e transporte aéreo	566	1.165	1.006	995	1.105	1.306
Transporte rodoviário	3.593	4.111	4.994	5.107	7.817	10.260
Transporte ferroviário	236	335	508	923	994	2.549
Companhias docas federais e transporte Hidroviário	240	236	478	857	1.303	1.306
Outros Investimentos	8.717	11.528	14.318	20.877	24.332	33.335
Empresas Estatais - setor financeiro	1.268	1.034	1.114	1.691	2.015	2.463
Empresas Estatais – demais	406	391	401	398	803	739
União	7.044	10.103	12.803	18.788	21.514	30.132
Investimentos públicos federais	32.127	38.630	48.475	68.901	91.967	117.246

Fonte: Dados de Gobbeti; Orair (2010) e Orair (2014). Tabela elaborada pela autora.

No segmento de energia elétrica, os investimentos federais, concentrados em grande parte pelas empresas do Grupo Eletrobrás, pouco cresceram no período. Entretanto, como destaca Orair (2014), estas informações ignoram a existência das Sociedades de Propósito Específico (SPEs)³¹, modalidade de investimento que tem prevalecido no setor de infraestrutura, cujos investimentos não aparecem nas estatísticas de investimento público, ainda que o setor público tenha participação expressiva em tais investimentos.

³¹ De acordo com Orair (2014, p. 94), “Nesta modelagem, é constituída uma estrutura de governança própria, cujas atividades são exclusivas à construção e/ou operação das concessões públicas dos serviços de infraestrutura, contando com sócios de natureza diversa, desde as empresas públicas e privadas com experiência operacional e as construtoras privadas, até os investidores institucionais, como os fundos de pensão. No caso mais geral, as empresas são sócias minoritárias nas SPEs, de modo que os aportes de capital próprio da administração pública são contabilizados como inversões financeiras e não como investimentos (ou formação bruta de capital fixo-FBCF).”

O exemplo da Eletrobrás ilustra mais um canal de atuação do fundo público de financiamento do investimento, que retrata uma certa adaptação às inovações e novas formas de arranjos patrimoniais do capitalismo brasileiro. A utilização das SPEs e, principalmente, a participação dos investidores institucionais, como os fundos de pensão, nestes arranjos, pode ser considerada como uma forma que o sistema brasileiro encontrou de financiar seus grandes projetos de investimento, especialmente em infraestrutura, e que está em consonância com o sistema internacional de financiamento de tais projetos. Além disso, como nas SPEs, de modo geral, os aportes de capital são contabilizados como inversões financeiras, o que de certa maneira, libera os projetos das grandes obras de infraestrutura das restrições orçamentárias e fiscais.

Além dos investimentos diretos, entre 2004 e 2008, o governo implementou várias medidas de incentivo fiscal e financeiro à atividade produtiva. Estas medidas resultaram, especialmente, da implantação da Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior- PITCE em 2004 e do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC, em 2007. Um sumário das principais medidas e ações do período 2004-10 está na Tabela 8.

Tabela 8 - Principais ações e medidas implementadas pelo governo federal em prol da atividade produtiva no Brasil entre 2004 e 2008

Ano	Medidas
2004	- Criação do PROFARMA/BNDES (maio); - Instituição do Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da estrutura Portuária – REPORTO (Lei 11.033, de 21/12/04).
2005	- Redução a zero das alíquotas de IPI para bens de capital (Decreto 5.468, de 15/06/05); - Instituição do Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação – REPES (Lei 11.196, de 21/11/05); – Regulamentação do Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras – RECAP (Decreto 5.649, de 29/12/05).
2006	– Criação da Rede Nacional de Agentes de Política Industrial – RENAPI (abr/06) – Criação do Sistema Brasileiro de Televisão Digital – SBTVD-T (Decreto 5.820, de 29/06/06) – Lançamento da Lei Geral da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte (Lei Complementar 123, de 14/12/06).
2007	– Criação do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Indústria de Semicondutores – PADIS e do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Indústria de Equipamentos para a TV Digital – PATVD (Lei 11.484, de 31/05/07) - Implementação do Novo PROFARMA/BNDES (nov/07) - Implementação do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC (Decreto n o 6.025, de 22 de janeiro de 2007).
2008	- Lançamento da Política de Desenvolvimento Produtivo – PDP (12/05/08)
2009	- Criação do Programa de Sustentação ao Investimento (PSI) – BNDES/MF - Instituição do Regime Especial Tributário (RET) com alíquota reduzida do patrimônio de afetação em empreendimentos de habitação de interesse social (até R\$ 60 mil) – Construção Civil – Programa “Minha Casa, Minha Vida” (Lei 12.024, de 27/08/09, conversão da MP 460, de 30/03/09) - Instituição do Regime Especial de Incentivos Tributários para a Indústria Aeronáutica Brasileira – RETAERO (Medida Provisória 472, de 16/12/09).
2010	- Criação da Secretaria de Inovação no MDIC - Lançamento de medidas de incentivo às exportações, em 05/05/10 (criação do EXIM-Brasil, mudanças no Simples, entre outras medidas).

Fonte: Cano e Silva (2010), ABDI (2013).

A PITCE foi implantada com foco em quatro eixos: (i) inovação e desenvolvimento tecnológico; (ii) inserção externa; (iii) modernização industrial e ambiente institucional e (iv) aumento da capacidade produtiva. Em termos de contribuição para o financiamento da atividade produtiva resultante da PITCE, foram adotadas as seguintes medidas de desoneração do investimento, da produção e das exportações: (i) Eliminação das

alíquotas de IPI para bens de capital; (ii) implantação da isonomia tributária entre produtos importados (acrescidos de contribuição para o Cofins) e produzidos no país; (iii) isenção da contribuição para PIS/PASEP e Cofins para compra de máquinas e equipamentos por empresas exportadoras que exportassem pelo menos 80% da produção; (iv) implantação de programas específicos do BNDES para os setores de semicondutores, fármacos, software e bens de capital (setores foco das políticas de estímulo na PITCE). De acordo com Cano e Silva (2010), os resultados das medidas implementadas pela PITCE ficaram aquém do esperado para a indústria como um todo, especialmente devido à política macroeconômica praticada no período, a despeito do bom desempenho de algumas empresas e setores individualmente³².

No âmbito do PAC, as desonerações se concentraram nos setores de infraestrutura, construção e alta tecnologia (televisão digital, semicondutores e computadores). A adoção da regra de depreciação acelerada de investimentos e a redução do IPI para alguns setores produtivos, como o automobilístico em 2008, e os setores de materiais de construção, equipamentos, bens de consumo duráveis e alimentos, em 2009, são exemplos da forma que tais políticas foram implantadas.

Entre 2004 e 2010 os gastos tributários com as medidas implantadas pelas políticas industriais, especialmente PITCE e PAC, apresentaram crescimento de 425%, quando se elevaram de R\$ 7,81 bilhões para R\$ 40,96 bilhões (Curado e Curado, 2016).

Outra importante fonte de financiamento público para a atividade produtiva são os recursos liberados via bancos públicos. No Brasil os principais bancos públicos federais são o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social- BNDES, o Banco do Brasil – BB e a Caixa Econômica Federal – CEF.

O BNDES é um banco de desenvolvimento que tem como principal fonte de *funding* os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT, as transferências do Tesouro e os

³² Esses resultados serão melhor avaliados na análise do fundo interno de financiamento do investimento, pois apesar de serem parte do fundo público, tais medidas têm impacto direto sobre o fundo interno.

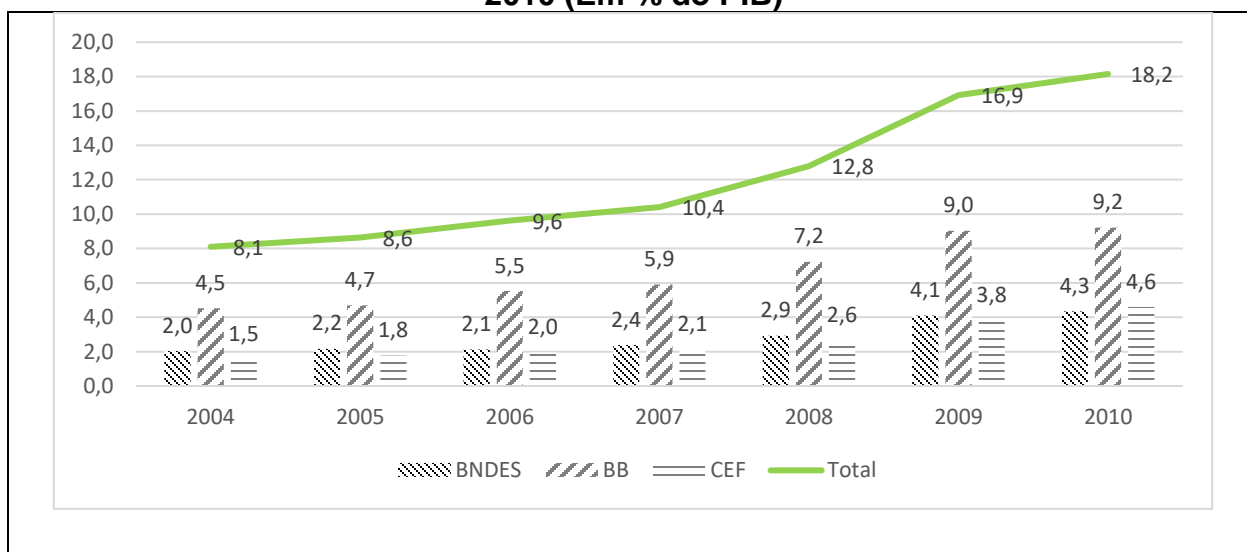
retornos de suas operações ativas. Além de financiar diretamente os grandes projetos de investimento via desembolsos, o banco também possui participação no capital de empresas públicas, como Vale e Petrobrás, por exemplo.

Já o BB e a CEF são bancos varejistas, que captam recursos sob a forma de depósitos e que, portanto, concorrem diretamente com os demais bancos, desempenhando importante papel na promoção da concorrência, especialmente em relação à moderação da prática oligopolista dos bancos privados na concessão de crédito. Também têm papel diferenciado no atendimento a determinadas modalidades de crédito, geralmente aquelas pouco atrativas aos bancos privados, como o crédito direcionado ao investimento aos setores rural e habitacional. Além disso, são importantes agentes de execução de políticas contra cíclicas, papel este que ficou explicitado na atuação destes bancos durante o período em análise. Como se verá, diante da crise financeira de 2008, houve um crescimento maior do crédito direcionado e da oferta de crédito dos bancos públicos, contrabalançando a desaceleração no crédito concedido pelos bancos privados e no segmento de crédito livre. Além disso, o BB e a CEF compraram carteiras de créditos de outros bancos para ampliar a liquidez do SFN e incentivaram os bancos privados a reduzirem suas taxas, ao baixarem as taxas de juros e as tarifas bancárias.

Entre 2004 e 2010 a participação do crédito concedido pelo SFB no PIB cresceu 72,9%, quando passou de 25,5% para 44,1%. Esta expansão do crédito foi inicialmente liderada pelos bancos privados nacionais e direcionada, principalmente, para as famílias e para capital de giro das pequenas e médias empresas. De acordo com dados publicados pelo Banco Central, entre 2004 e 2007 a carteira de crédito dos bancos privados se expandiu 106,8%, enquanto este crescimento foi de 65,9% para os bancos públicos. A partir da crise de 2008, este cenário se modificou com o crescimento do crédito sendo liderado pelos bancos públicos, visando evitar a escassez de crédito em decorrência de atuação mais cautelosa e maior preferência pela liquidez por parte dos bancos privados. Entre 2008 e 2010 o crédito concedido pelos bancos públicos se expandiu 60,4%, diante de um crescimento de 32,2% do crédito privado.

O Gráfico 14 mostra a evolução do crédito concedido pelo sistema BNDES, BB e CEF no período 2004-2010, o qual passou de 8,1% para 18,2% do PIB. O maior crescimento ocorreu entre 2008 e 2010, quando esta proporção passou de 12,8% para 18,2% do PIB, respectivamente. Fato que, mais uma vez, ilustrou a utilização do fundo público como mecanismo de intervenção anticíclica do governo diante da retração econômica em decorrência da crise financeira mundial em 2008. O BB apresentou a maior participação na concessão de crédito em todo o período, seguido pelo BNDES e CEF, com exceção de 2010, quando a CEF ultrapassou o BNDES.

Gráfico 14: Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES, BB e CEF - 2004 e 2010 (Em % do PIB)



Fonte: BNDES. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldownloads>). BB (para os anos de 2004 e 2005 foram consultados os Relatórios de Desempenho, para os demais anos Série Histórica divulgada em 2012. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>). CEF (Notas Explicativas da administração às demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/relacoes-com-investidores/central-resultados/Paginas/default.aspx>). IBGE: Contas Nacionais. Gráfico elaborado pela autora.

O BB apresentou uma carteira de crédito diversificada, atendendo a vários seguimentos do mercado. Como banco público, sempre se destacou como maior financiador do agronegócio brasileiro, atendendo tanto ao pequeno produtor e à agricultura familiar, como às grandes empresas agroindustriais. Entretanto, nos últimos anos, o setor rural tem perdido espaço na carteira do banco, que tem adotado uma estratégia de diversificação da carteira de crédito corporativo guiada pela lógica privada de

valorização³³ (PRATES; FREITAS, 2013; PAULA, 2013). Ainda assim, em 2010, o BB respondeu por 60,6% da carteira rural do SFN (BANCO DO BRASIL, 2010), o que pode ser em parte explicado pela capilaridade da rede de agências do banco no país e o uso de recursos direcionados (fiscais e parafiscais) como *funding* para essas operações. De acordo com o Relatório “Análise de Desempenho” publicado pelo Banco do Brasil no quarto trimestre de 2010, o Banco utiliza as fontes de recursos da Poupança-Ouro, Depósitos à Vista, FAT, Tesouro Nacional, Fundo de Defesa da Economia Cafeeira – Funcafé, e do Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste – FCO em financiamentos rurais com taxas reduzidas. O Relatório ainda destaca que o Tesouro Nacional e o Fundo Constitucional pagam ao Banco a diferença entre o valor cobrado do tomador do crédito, os custos da captação, risco de crédito e custos administrativos e tributários.

A indústria é um setor que apresentou crescimento na carteira de crédito do banco no período. O BB tem se destacado como líder em repasses globais do BNDES para a indústria, e tem procurado atender, além das pequenas e médias empresas, o segmento de grandes empresas (BANCO DO BRASIL, 2010). Entre 2004 e 2010 o crédito total concedido pelo BB cresceu, em média, 26,2% a.a., quando passou de R\$88.554 milhões para R\$ 300.829 milhões. Em média, 38% dos empréstimos foram concedidos para pessoas jurídicas, 29% para o agronegócio e 23% para pessoas físicas. Do total de empréstimos concedidos para pessoas jurídicas cerca de 44% foi para capital de giro e 20% para investimento. No setor de agronegócios, as linhas de crédito que concentraram maior aporte de recursos foram custeio (28%), Programa de Agricultura Familiar – PRONAF (26%), e comercialização e industrialização de produtos agropecuários (25%). Em relação ao crédito destinado à pessoa física, cerca de 55% foi para crédito pessoal,

33 Neste sentido, ainda que parte da carteira de crédito do BB e da CEF estejam vinculadas a fontes de *funding*, de certo modo “garantidas”, como as exigibilidades sobre os depósitos, que se traduzem em recursos obrigatoriamente destinados ao crédito rural, habitacional e microcrédito, outra parte da carteira de crédito segue a lógica privada, especialmente no caso do BB que é uma instituição pública de capital aberto, prejudicando, de certa maneira, o desempenho da função pública desses bancos.

em que prevaleceu a modalidade de crédito consignado (aproximadamente 37%), e cartão de crédito (12%) (TABELA 9).

A ação contra cíclica do BB fica clara quando se analisa a taxa de crescimento da carteira de crédito por período. Entre 2004 e 2007 o crédito total concedido pelo BB cresceu aproximadamente 50%, enquanto que este percentual equivaleu a 123% entre 2007 e 2010. As carteiras de crédito destinadas às pessoas físicas e jurídicas foram as que mais se expandiram (TABELA 9).

Tabela 9 – Carteira de crédito do Banco do Brasil, 2004 a 2010 (R\$ milhões)

Carteira de Crédito	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total no país	88.554	101.789	133.157	160.739	224.808	300.829	358.366
Pessoa Física	16.090	18.386	23.996	31.998	48.811	91.791	113.096
Crédito Pessoal	-	-	13.877	18.521	26.491	52.149	63.438
Consignado	-	-	8.266	11.878	17.626	36.514	44.976
Empréstimo Pessoal	-	-	3.436	3.884	3.776	6.458	5.585
CDC Salário	-	-	2.175	2.759	5.841	9.177	12.878
Financiamento Imobiliário	-	-	-	-	80	1.530	2.951
Financiamento a Veículos	-	-	918	3.033	6.694	20.738	27.395
Cartão de Crédito	-	-	2.827	3.801	7.586	9.382	11.867
Cheque Especial	-	-	2.114	2.298	2.468	2.434	2.598
Microcrédito	-	-	402	558	511	674	1.123
Demais	-	-	3.859	3.786	4.228	4.884	3.724
Pessoa Jurídica	33.410	38.518	51.916	65.485	97.192	125.336	149.810
Capital de Giro	-	-	18.315	26.052	44.191	63.136	75.630
Investimento	-	-	9.554	13.379	19.183	25.163	33.046
Recebíveis	-	-	10.226	11.224	12.894	14.598	16.257
Conta Garantida	-	-	1.503	1.680	2.548	3.732	3.070
ACC/ACE	-	-	7.398	7.561	11.101	8.137	8.997
BNDES Exim	-	-	2.718	3.299	4.417	4.464	5.116
Cartão de Crédito	-	-	254	495	871	2.024	3.994
Cheque Especial	-	-	96	106	130	144	178
Demais	-	-	1.853	1.690	1.855	3.938	3.521
Agronegócios	30.036	35.709	45.063	51.883	63.690	66.434	75.015
Pronaf	-	-	11.119	12.890	15.088	18.279	22.084
Pronamp	-	-	-	-	-	-	-
Custeio Agropecuário Comerc. e Ind. de Prod.	-	-	14.309	15.336	17.813	17.737	16.704
Agropecuários	-	-	11.451	14.665	16.681	16.685	16.689
BNDES/Finame Rural	-	-	4.363	4.850	4.561	6.706	6.749
FCO Rural	-	-	3.821	4.142	5.634	5.390	5.732
Demais	-	-	-	-	3.912	1.637	7.057

Fonte: Banco do Brasil – Informações Financeiras - 2004 e 2005: Relatórios de desempenho, 2006 a 2010: Séries históricas. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>.

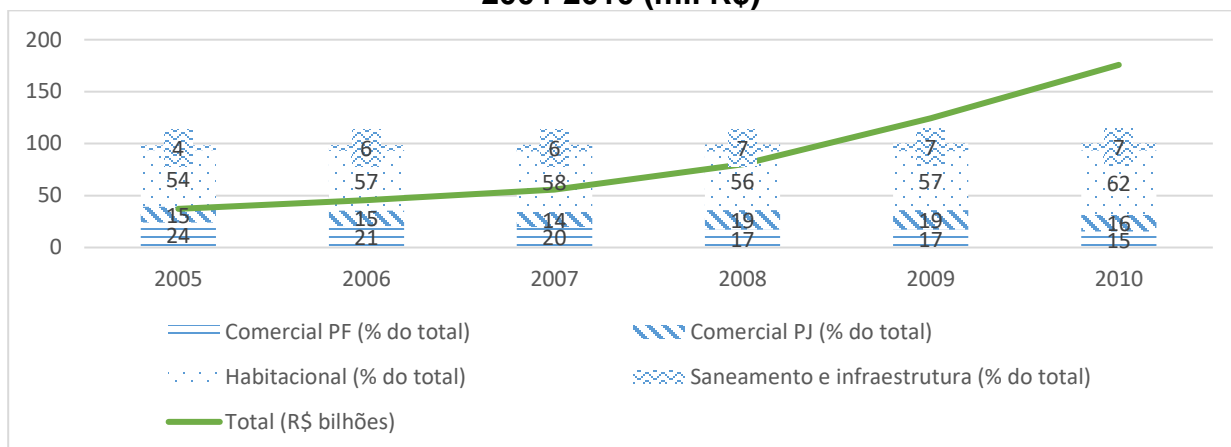
Todavia, o crédito público só está associado ao fundo público de financiamento do investimento quando há na operação de crédito algum tipo de subsídio financeiro, como é o caso dos financiamentos do BNDES, do crédito rural (BB) e para construção civil (CEF) – na medida em que a taxa de juros do BNDES (TJLP) é menor que as taxas de mercado, considera-se que há nos financiamentos do banco um subsídio, ainda que implícito, isto é, mesmo quando não há recursos do Tesouro envolvidos na operação.

O crédito concedido pela CEF cresceu, em média, 34,5% a.a. no período 2004-2010, quando prevaleceu o crédito destinado ao financiamento imobiliário, em média 56% do total, chegando a 61,6% em 2010. A CEF é a grande operadora do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e, até recentemente, tinha acesso quase exclusivo aos recursos do FGTS, utilizados como principais fontes de *funding* para empréstimos mobiliários, o que conferiu a ela o papel de líder no mercado de crédito habitacional. Com a habilitação dos bancos privados a também operarem os recursos do FGTS, a Caixa vem perdendo participação neste mercado nos últimos anos, apesar de ela continuar sendo sua principal linha de crédito, especialmente no segmento destinado às famílias de baixa renda, visto que as linhas de crédito imobiliário dos bancos privados priorizam as famílias das classes média e alta.

O crédito para pessoa física, que em 2004 representou 24% da carteira de crédito total da CEF, perdeu participação ao longo do período, representando 16% do total em 2010. O crédito para pessoa jurídica aumentou sua participação, passando de 15% para 16% em 2010, tendo chegado a 19% do total em 2009. A CEF tem pouca tradição na concessão de crédito para o setor industrial, apesar de ter feito um esforço, especialmente a partir de 2008, de estruturar operacionalmente a área de crédito corporativo, quando concedeu um empréstimo à Petrobrás (fim de 2008) e adquiriu carteiras de crédito de instituições bancárias de médio porte especializadas no *middle market* (PAULA; OREIRO, BASILIO, 2013). O crédito destinado ao financiamento dos projetos de saneamento e infraestrutura, geralmente voltados para os programas de desenvolvimento urbano dos governos estaduais e municipais, também teve sua

participação expandida, passando de 4% em 2004 para 7% do total em 2010 (GRÁFICO 15).

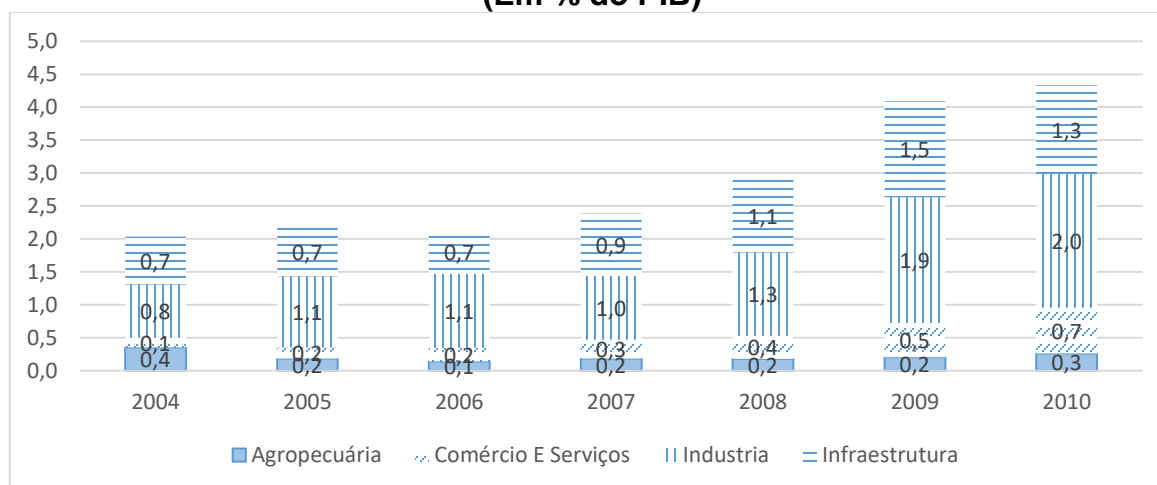
Gráfico 15 – Evolução da Carteira de Crédito da Caixa Econômica Federal, 2004-2010 (mil R\$)



Fonte: Gráfico elaborado pela autora a partir de dados dos Relatórios da Administração da CEF, 2004 a 2010.

O BNDES, provedor por excelência do financiamento de longo prazo na economia brasileira, tem sua carteira de crédito direcionada, primordialmente, para os setores industrial e de infraestrutura, cujos investimentos demandam maior aporte de recursos. Conforme o Gráfico 16, os desembolsos para o setor de infraestrutura se expandiram entre 2004 e 2010, quando passaram de 0,8% para 1,3% do PIB. Já os desembolsos para a indústria passaram de 0,8% para 2% do PIB no mesmo período. O crédito concedido pelo BNDES aos setores de comércio e serviços também se expandiu, passando de 0,1% em 2004 para 0,7% do PIB em 2010. Já os desembolsos direcionados ao setor agropecuário, que em 2004 representaram 0,4% do PIB, foram reduzidos ao longo do período, chegando a 0,1% do PIB em 2006 e fechando 2010 em 0,3% do PIB.

**Gráfico 16 – Desembolsos do BNDES por setores econômicos - 2004 a 2010
(Em % do PIB)**

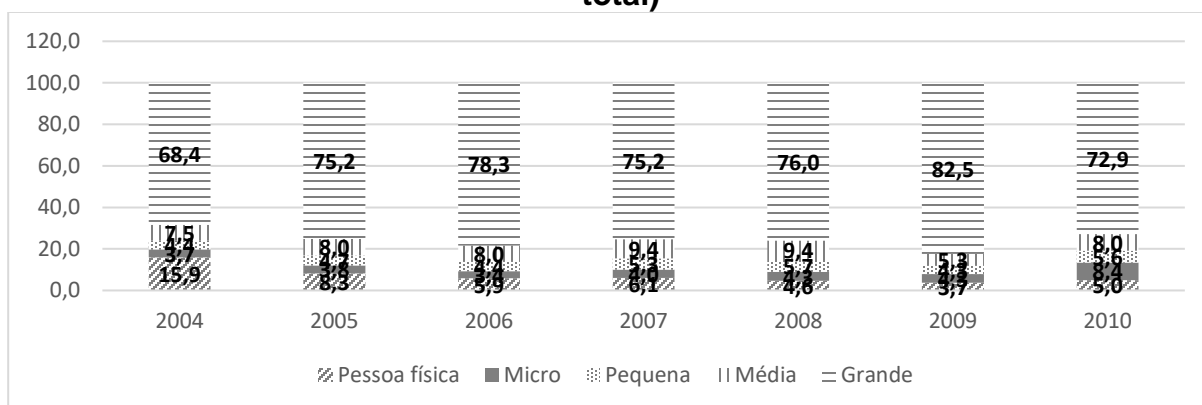


Fonte: Dados BNDES e IBGE (Contas Nacionais). Gráfico elaborado pela autora.

Em relação ao porte das empresas, predominaram os desembolsos destinados às grandes empresas, os quais passaram de 68,4% do total de crédito concedido pelo BNDES em 2004 para 72,9% em 2010, tendo alcançado 82,5% em 2009. Este percentual oscilou bastante para as empresas de porte médio que começaram o período em 7,5%, chegaram a 9,4% em 2007 e 2008, caíram para 5,4% em 2009 e fecharam 2010 equivalendo a 8%. O crédito do BNDES destinado às micro e pequenas empresas se expandiu no período, saindo de 8,1% do total em 2004 para 14% do total em 2010. Em contrapartida, os desembolsos destinados às pessoas físicas, que em 2004 representavam 15,9% do total, em 2010 equivaleram a apenas 5% deste percentual. (GRÁFICO 17 na próxima página)

O aumento do investimento no período, especialmente nos grandes projetos de infraestrutura, levou a um aumento real da demanda por financiamento de longo prazo. Neste cenário, mesmo diante da maior participação dos investidores institucionais e dos fundos de pensão no financiamento desses projetos, houve um aumento na demanda pelos recursos do BNDES, que não foi acompanhado de maneira proporcional pelas suas fontes tradicionais de *funding*, justificando a crescente capitalização do banco pelo Tesouro Nacional, especialmente em 2009 e 2010.

Gráfico 17 – Desembolsos do BNDES por porte da empresa - 2004 a 2010 (% do total)



Fonte: Dados do BNDES. Gráfico elaborado pela autora.

A Tabela 10 mostra os principais itens do passivo do BNDES entre 2004 e 2010. Observa-se que, neste período, os recursos provenientes das fontes tradicionais de *funding* do BNDES passaram de R\$143,4 bilhões para R\$ 295,9 bilhões, com crescimento anual de 12,8%. Neste mesmo período os desembolsos do BNDES cresceram 27,2% a.a, revelando a insuficiência das fontes tradicionais e a necessidade de se recorrerem às capitalizações do Tesouro Nacional, que se tornaram a principal fonte de recursos do banco em 2009 e 2010. Conforme a Tabela 10, houve uma queda significativa da participação das fontes de recursos tradicionais, como os recursos do FAT que representavam 46,3% do *funding* do banco em 2004 e passaram a representar 24,1% em 2010, ao passo que os recursos do Tesouro representavam 12,6% em 2004 e passaram a responder por 46,1% do passivo total do banco em 2010.

Segundo Orair (2014), as capitalizações do BNDES com recursos do Tesouro Nacional foram financiadas através da emissão de títulos da dívida pública federal, que apresentam um dos maiores custos de rolagem do mundo, com custo médio próximo ao patamar de 6% a.a., e prazo médio de três anos e meio. Deste modo, para que não ocorresse um impacto orçamentário no futuro, resultante do descasamento do diferencial de remuneração dos ativos e passivos, os retornos financeiros dos projetos financiados pelo BNDES através das capitalizações do Tesouro deveriam ser altos o suficiente para compensar as altas taxas de emissão dos passivos.

Tabela 10 – Principais itens do passivo do BNDES (2004 a 2010)

Fonte de recursos	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Valores em R\$ milhões							
Tesouro Nacional	20.577	19.622	15.089	13.896	43.207	144.213	253.058
FAT	75.976	88.464	100.464	105.942	116.568	122.497	132.263
PIS-PASEP	21.527	23.660	25.760	27.907	29.520	30.043	30.828
Captações Externas	21.290	15.902	14.186	12.084	17.486	16.463	19.778
Mercado	12.159	6.735	4.381	2.736	3.576	4.428	7.255
Organismos multilaterais	9.131	9.167	9.805	9.348	13.910	12.035	12.523
Outras Fontes Governamentais	6.729	7.195	7.848	8.392	22.423	18.580	19.891
FGTS	-	-	-	-	6.073	5.777	5.474
FI-FGTS	-	-	-	-	7.004	6.960	6.727
FMM	2.373	2.449	2.713	2.913	4.751	5.214	7.077
Outros Fundos Governamentais	4.356	4.746	5.135	5.479	4.595	629	613
Operações Compromissadas	-	-	-	-	8,447	13,741	-
LCAs e LFs	-	-	-	-	-	-	-
Debêntures BNDESPAR	-	-	542	2,026	2,302	3,599	6,000
Outras Obrigações	3.745	4.413	4.494	7.482	12,074	9,869	21,303
Patrimônio Líquido	14.115	15.711	19.092	24.923	25.267	27.628	65.899
Passivo Total	163.959	174.967	187.475	202.652	277.294	386.633	549.020
Participação no total (%)							
Tesouro Nacional	12.6	11.2	8.0	6.9	15.6	37.3	46.1
FAT	46.3	50.6	53.6	52.3	42.0	31.7	24.1
PIS-PASEP	13.1	13.5	13.7	13.8	10.6	7.8	5.6
Captações Externas	13.0	9.1	7.6	6.0	6.3	4.3	3.6
Mercado	7.4	3.8	2.3	1.4	1.3	1.1	1.3
Organismos multilaterais	5.6	5.2	5.2	4.6	5.0	3.1	2.3
Outras Fontes Governamentais	4.1	4.1	4.2	4.1	8.1	4.8	3.6
FGTS	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	1.5	1.0
FI-FGTS	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	1.8	1.2
FMM	1.4	1.4	1.4	1.4	1.7	1.3	1.3
Outros Fundos Governamentais	2.7	2.7	2.7	2.7	1.7	0.2	0.1
Operações Compromissadas	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	3.6	0.0
LCAs e LFs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Debêntures BNDESPAR	0.0	0.0	0.3	1.0	0.8	0.9	1.1
Outras Obrigações	2.3	2.5	2.4	3.7	4.4	2.6	3.9
Patrimônio Líquido	8.6	9.0	10.2	12.3	9.1	7.1	12.0
Passivo Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: Dados do BNDES. Tabela elaborada pela autora.

A evolução do crédito público e seu maior aumento entre 2008 e 2010 ilustram a ação anticíclica dos bancos públicos, e devem ser analisadas com cautela. Considerando que parte expressiva dessa expansão do crédito público esteve associada a um evento atípico no período, ela não pode ser considerada como uma tendência para os próximos anos. Desse modo, a pressão sobre as fontes de recursos do BNDES e a necessidade de capitalização com recursos do Tesouro tenderiam a se reduzir nos próximos anos, não se constituindo em um obstáculo estrutural ao financiamento de longo prazo do banco. Entretanto, a continuidade dos grandes projetos de investimento iniciadas neste período, continuaria a demandar financiamento de longo prazo com pressão crescente

sobre as fontes de financiamento do BNDES, mesmo diante da maior participação dos investidores institucionais e dos fundos de pensão.

O crescimento das receitas, juntamente com medidas como a retirada das empresas do Grupo Petrobras e do Grupo Eletrobrás da meta de superávit primário e as mudanças patrimoniais do capitalismo brasileiro, em que se destacam a participação crescente das Sociedades de Propósitos Específicos – SPEs, assim como outras formas de parcerias público-privadas nos grandes projetos de infraestrutura, abriram espaço fiscal para o crescimento do investimento público. Porém, como mostra Orair (2014), estas mudanças, por um lado,

... permitem que as empresas públicas ou sociedades das quais fazem parte se endividem e realizem os investimentos sem impactar imediatamente as principais estatísticas fiscais do setor público consolidado. Por outro lado, somente contornam as restrições fiscais mais imediatas do setor público, sem afastar o potencial surgimento de impactos fiscais adicionais no futuro, além de criar uma pressão adicional sobre o mercado de financiamento de longo prazo no Brasil. Isto ocorre porque, além do aporte de capital próprio, é muitas vezes necessário criar uma estrutura de suporte financeiro, principalmente por meio do crédito subsidiado do BNDES, ... (ORAIR, 2016, p. 105)

Não obstante, conforme o Gráfico 5 (Capítulo 2), em todo o período analisado o principal fundo de financiamento do investimento permaneceu sendo o fundo interno – ainda que no Gráfico 5 não considere o investimento público e os gastos tributários, estes últimos provavelmente computados no fundo interno (Recursos Próprios).

Sintetizando, esta análise revelou que o fundo público, seja através do financiamento direto do investimento público, seja através da isenção tributária, ou da atuação dos bancos públicos, desempenhou papel primordial no ciclo de crescimento 2004-2010, especialmente através da atuação anticíclica diante da crise mundial de 2008. Entretanto, assim como para a economia brasileira como um todo, a deficiência na estrutura de *funding* se revelou um obstáculo estrutural para a sustentabilidade deste fundo, especialmente quando se observa a inconsistência entre as rentabilidades e o prazo de maturação dos ativos e passivos do setor público, e também, a dependência do desempenho da arrecadação pública em relação às taxas de crescimento da economia. Ainda que no período em análise, o crescimento econômico e a adoção de algumas

medidas fiscais tenham criado maior espaço fiscal para o investimento público, tais medidas não foram capazes de eliminar o potencial surgimento de impactos fiscais negativos no futuro. Essa restrição estrutural ao financiamento do investimento público, juntamente com a necessidade de se viabilizarem elevados montantes de recursos para a continuidade dos grandes projetos de investimento, especialmente em infraestrutura, acabam por pressionar ainda mais o mercado de financiamento de longo prazo e assim revelam a fragilidade deste mercado para a sustentação do investimento agregado e do crescimento da economia brasileira.

3.3.2 Fundo Interno

O fundo interno diz respeito à parte do financiamento dos investimentos que se origina dos recursos próprios das empresas. É dessa forma medido pelos lucros retidos por elas, que, por sua vez, são determinados pelas margens de lucro (ou *mark ups*) fixadas e pela magnitude da demanda, em determinado período. Desse modo, a constituição do fundo interno está relacionada à conjuntura econômica nacional e internacional, às estruturas de mercado, às políticas econômicas implantadas, tanto gerais como setoriais, às mudanças tecnológicas, ao comércio internacional, aos termos de troca, dentre outros fatores.

Como visto, entre 2004 e 2010 a economia brasileira cresceu em média 4,5% a.a., alavancada principalmente pelo desempenho dos mercados de comércio e financeiro internacionais, e pelo dinamismo do mercado interno. O investimento público e seu efeito *crowding in* com o investimento privado também exerceu papel relevante. A valorização do preço das *commodities* e o crescimento do comércio e da liquidez internacional caracterizaram um mercado externo extremamente benigno para a economia brasileira, especialmente entre 2004 e 2008. Internamente, além do impulso resultante do multiplicador dos gastos do setor exportador e do investimento público, o processo de distribuição da renda engendrado pelo aumento real do salário mínimo e por programas

de transferência de renda, o aumento do crédito e a apreciação do câmbio real foram determinantes para a dinamização e o crescimento da economia brasileira no período.

A expansão da demanda interna e externa é, segundo Studart (1998, p. 165), importante para a constituição do fundo interno, ao garantir que as empresas possam manter ou aumentar suas margens de lucro e pagar suas dívidas passadas, contribuindo assim para a estabilidade financeira da economia. Além deste fator, Studart (1998) também destaca a importância da manutenção de níveis relativamente baixos da inflação de custos e do refinanciamento contínuo da dívida externa para a formação do fundo interno. Neste sentido, a inflação de custos observada no Brasil entre 2004 e 2010, resultante, especialmente, da valorização dos bens *non tradables*, ao aumentar o custo do setor produtor de bens *tradables* contribuiu para a redução das margens destes, especialmente em um cenário de maior concorrência externa. Já o refinanciamento contínuo da dívida externa foi favorecido pela abundância da liquidez externa no período. Portanto, a maior demanda agregada e o maior influxo de capitais para o país favoreceram a formação do fundo interno, enquanto que a inflação de custos atuou na direção contrária.

Em relação às políticas implantadas, as políticas fiscal e cambial tiveram impacto direto na formação do fundo, enquanto que a política monetária esteve mais relacionada com a destinação dos recursos deste. A política fiscal expansionista a partir de 2006, especialmente através do investimento público, foi uma importante fonte de demanda para as empresas do segmento de infraestrutura e construção civil. Além disso, foram concedidos benefícios fiscais e financeiros, no âmbito da PITCE e do PAC, que beneficiaram vários setores produtivos, dentre os quais os setores produtores de bens de capital, exportadores, de tecnologia da informação, construção civil, fármacos, semicondutores, equipamentos, automobilístico, bens de consumo duráveis e alimentos. Dessa forma, além do caráter expansionista da política fiscal, a concessão de tais benefícios reduziu os custos desses setores, permitindo o aumento de suas margens e a constituição do fundo interno.

Em relação à política cambial, a moeda manteve-se sobreapreciada, contribuindo para comprimir os lucros do setor de *tradables*. A exceção foi o setor produtor de bens

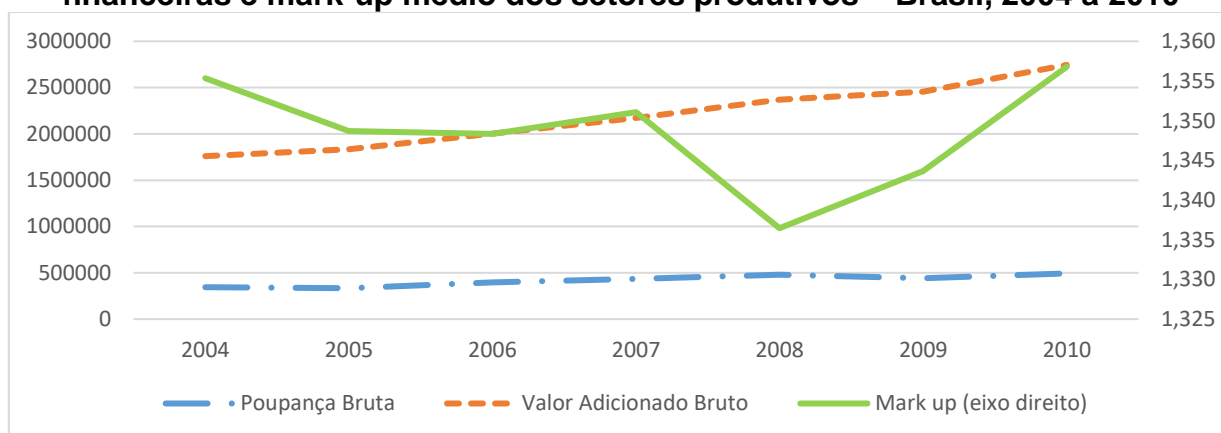
primários, em que o aumento dos preços das *commodities* mais do que compensou a apreciação da taxa de câmbio nominal, incentivando as exportações. Entretanto, de forma geral, o câmbio real apreciado, juntamente com a maior abertura comercial e financeira, prejudicou a competitividade da indústria brasileira, interna e externamente, limitando sua capacidade de fixação dos *mark ups*.

Além disso, a combinação do câmbio real apreciado com a adoção de uma política monetária que manteve a taxa de juros elevada, incentivou a adoção de práticas especulativas por parte das empresas não financeiras, além de contribuir para mitigar a demanda agregada, afetando o fundo interno. Tais práticas, se por um lado contribuíram para manter ou aumentar a lucratividade das empresas no âmbito do mercado financeiro em um cenário de redução da competitividade do setor industrial (apesar das perdas de algumas empresas com o efeito-contágio da crise em 2008), por outro lado impediram que os recursos do fundo interno fossem direcionados para o financiamento do investimento.

Portanto, enquanto os cenários econômicos externos e internos, assim como a política fiscal, foram favoráveis para a constituição do fundo interno no período, a política cambial atuou de forma a limitar sua formação, combinada com a política monetária incentivou o processo de financeirização da economia brasileira.

Neste cenário, entre 2004 e 2010, o valor adicionado bruto das empresas não financeiras cresceu, em termos reais, aproximadamente 60%. Neste período, os *mark ups* fixados apresentaram relativa estabilidade, em torno de 1,35, com queda pouco mais expressiva em 2008, como reflexo da crise internacional. Este desempenho do valor agregado bruto e dos *mark ups* resultou no crescimento de 42,6% da poupança bruta das empresas não financeiras, considerada como proxy para a acumulação interna de lucros das empresas, ou seja, uma ilustração do crescimento do fundo interno no período (GRÁFICO 18).

Gráfico 18 – Valor adicionado bruto e poupança bruta das empresas não financeiras e mark-up médio dos setores produtivos – Brasil, 2004 a 2010



Fonte: Dados IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais. Gráfico elaborado pela autora.

Entretanto, quando se analisa o crescimento do valor adicionado apenas dos setores de bens *tradables* no mesmo período, ele equivaleu a 24,7% e apresentou *mark up* médio de 1,24. O menor crescimento da produção industrial e as menores margens praticadas se justificam pelas empresas destes setores estarem mais expostas à concorrência externa, mais impactadas pela apreciação cambial e, portanto, mais limitadas em sua capacidade de fixação das margens.

A tabela 11 mostra os *mark ups* dos principais setores produtivos da economia brasileira, cuja metodologia de cálculo encontra-se no Anexo A. Dos trinta e seis setores considerados, quatorze apresentaram crescimento de seus *mark ups* entre 2004 e 2010, cinco apresentaram relativa estabilidade e dezessete apresentaram queda de suas margens de lucro. O setor de minério de ferro se destacou pelo crescimento espetacular de seu *mark up*, o qual passou de 1,55 em 2004, para 2,38 em 2010, representando a maior margem entre os setores considerados. Também merecem destaque, por apresentarem *mark ups* acima da média, ainda que em alguns casos se reduzindo entre 2004-2010, os setores de exploração de petróleo e gás (que chegou a apresentar uma margem de 2,14 em 2008 e caiu para 1,78 em 2010), pecuária e pesca, produção e distribuição de eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana, agricultura, silvicultura e exploração florestal e produtos farmacêuticos, construção civil e outros da indústria extrativa.

Por outro lado, os setores que apresentaram redução dos seus *mark ups* foram aqueles que estiveram mais expostos ao aumento da concorrência externa decorrente da maior abertura comercial e da apreciação cambial. Os setores de defensivos agrícolas (-0,25), produtos químicos (-0,20), outros equipamentos de transporte (-0,18) e fabricação de aço e derivados (-0,14) foram os que apresentaram as maiores quedas de suas margens.

Tabela 11 – *Mark up* setores selecionados, 2004 a 2010 (continua)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Setores que apresentaram crescimento do <i>mark up</i>							
Minério de ferro	1,55	1,73	1,61	1,53	1,79	1,67	2,38
Petróleo e gás natural	1,72	1,94	2,12	1,90	2,14	1,51	1,78
Pecuária e pesca	1,47	1,46	1,42	1,47	1,54	1,59	1,62
Outros da indústria extrativa	1,23	1,10	1,22	1,31	1,34	1,22	1,30
Artigos do vestuário e acessórios	1,19	1,19	1,21	1,29	1,24	1,25	1,25
Produtos do fumo	1,04	1,03	1,05	1,05	1,09	1,04	1,22
Cimento e outros produtos de minerais não-metálicos	1,14	1,08	1,16	1,12	1,13	1,19	1,19
Máquinas para escritório e aparelhos e material eletrônico	1,09	1,10	1,10	1,12	1,12	1,10	1,16
Produtos e preparados químicos diversos	1,10	1,02	1,04	1,02	1,03	1,09	1,16
Perfumaria higiene e limpeza	1,03	1,06	1,09	1,08	1,09	1,22	1,15
Peças e acessórios para veículos automotores	1,07	1,12	1,08	1,02	1,06	1,11	1,12
Alimentos e Bebidas	1,06	1,09	1,09	1,08	1,08	1,07	1,10
Eletrodomésticos e material elétrico	1,04	1,07	1,08	1,01	1,03	1,07	1,08
Metalurgia de metais não-ferrosos	1,04	1,06	1,13	1,11	1,07	1,03	1,08

Fonte: Dados IBGE, Contas Nacionais, Matriz de Recursos e Usos. Tabela elaborada pela autora.

Tabela 11 – *Mark up* setores selecionados, 2004 a 2010 (fim)

Setores que apresentaram relativa estabilidade do <i>mark up</i>							
Construção civil	1,38	1,35	1,34	1,35	1,28	1,32	1,39
Produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos	1,19	1,28	1,21	1,27	1,24	1,29	1,20
Máquinas e equipamentos inclusive manutenção e reparos	1,19	1,16	1,16	1,16	1,16	1,13	1,18
Artigos de borracha e plástico	1,10	1,10	1,08	1,07	1,07	1,13	1,12
Artefatos de couro e calçados	1,09	1,03	1,03	1,06	1,06	1,04	1,10
Setores que apresentaram queda do <i>mark up</i>							
Agricultura silvicultura exploração florestal	1,95	1,74	1,80	1,87	1,80	1,89	1,92
Produção e distribuição de eletricidade gás água esgoto e limpeza urbana	1,65	1,63	1,62	1,61	1,49	1,55	1,59
Produtos farmacêuticos	1,57	1,58	1,61	1,60	1,53	1,54	1,48
Móveis e produtos das indústrias diversas	1,40	1,34	1,34	1,30	1,34	1,38	1,29
Jornais revistas discos	1,35	1,40	1,38	1,38	1,32	1,26	1,24
Produtos de madeira - exclusive móveis	1,31	1,21	1,19	1,23	1,25	1,22	1,23
Automóveis camionetas caminhões e ônibus	1,20	1,10	1,14	1,18	1,19	1,12	1,17
Celulose e produtos de papel	1,22	1,14	1,11	1,16	1,10	1,06	1,15
Álcool	1,17	1,21	1,28	1,20	1,14	1,02	1,13
Fabricação de resina e elastômeros	1,18	1,15	1,25	1,24	1,22	1,03	1,12
Outros equipamentos de transporte	1,29	1,26	1,30	1,27	1,19	1,12	1,11
Fabricação de aço e derivados	1,23	1,23	1,16	1,21	1,28	1,11	1,10
Produtos químicos	1,29	1,25	1,19	1,22	1,26	1,17	1,09
Têxteis	1,13	1,07	1,09	1,05	1,03	1,03	1,08
Refino de petróleo e coque	1,16	1,15	1,11	1,14	1,06	1,20	1,06
Tintas vernizes esmaltes e lacas	1,09	1,10	1,11	1,02	1,01	1,02	1,04
Defensivos agrícolas	1,26	1,11	1,08	1,03	1,06	1,11	1,01

Fonte: Dados IBGE, Contas Nacionais, Matriz de Recursos e Usos. Tabela elaborada pela autora.

De modo geral, a grande diferenciação dos valores adicionados e *mark ups* entre os setores esteve relacionada tanto ao grau de concorrência em cada setor, como às políticas que afetaram direta e indiretamente a estrutura de custos desses setores, assim como ao desempenho da economia mundial no período, especialmente, pelo *boom* dos preços das *commodities*. Em geral, os setores que apresentaram aumento dos *mark ups* e ou os *mark ups* mais elevados foram aqueles beneficiados pelo cenário externo benigno, o que sugere a dimensão e a relevância dos mercados de comércio e financeiro internacionais para a constituição do fundo interno no período em análise.

Entre 2004 e 2010 o valor exportado pelo Brasil cresceu cerca de 109%, quando passou de US\$ 96.443 milhões para US\$ 201.324 milhões (Bacen, 2016), sendo importante estímulo à atividade econômica do país, naquele período.

Uma análise do coeficiente de exportação desagregado por setores da indústria mostra que, apesar de ele ter caído para o total da indústria entre 2004 e 2010 (passou de 22,9% para 17,5%), apresentou crescimento expressivo para a indústria extrativa (passou de 52,2% em 2004 para 72,4% em 2010, ainda que tenha caído para 47,7% em 2009, provavelmente como reflexo da crise financeira mundial), especialmente petróleo e gás natural (passou de 36,5% para 80,7%). Já a indústria de transformação apresentou queda do seu coeficiente de exportação (passou de 21,6% para 13,6%), puxada pela expressiva queda deste coeficiente para a grande maioria dos seus setores (TABELA 12).

Tabela 12 – Coeficiente de exportação (%) – Setores Industriais Selecionados – 2004 a 2010

Coeficiente de exportação (%)	2004 T4	2005 T4	2006 T4	2007 T4	2008 T4	2009 T4	2010 T4
Total setores	22,9	22,4	22,0	17,0	19,0	16,6	17,5
Extrativa	52,2	53,8	60,3	55,9	61,0	47,7	72,4
Extrativa petróleo e gás natural	36,5	41,5	55,1	62,0	66,7	51,8	80,7
Extrativa minerais metálicos	75,7	71,8	75,2	72,4	80,9	85,0	79,2
Indústria de transformação	21,6	20,8	19,9	15,3	17,0	15,3	13,6
Produtos alimentícios	27,2	26,3	24,9	3,2	3,4	3,3	21,5
Couros e artefatos	40,0	41,0	39,5	6,7	7,3	7,3	23,4
Celulose, papel e produtos de papel	22,0	21,2	21,2	6,6	7,7	7,0	22,8
Têxteis	17,7	16,5	13,9	13,1	14,6	13,5	9,6
Metalurgia	32,4	32,6	32,7	12,8	13,7	13,8	23,2
Móveis	22,9	19,1	14,4	2,8	3,4	2,8	5,7
Produtos do fumo	49,8	50,5	45,4	2,0	1,7	2,5	44,0
Produtos de madeira	56,8	49,7	46,4	2,8	2,5	2,1	20,5
Veículos automotores, reboques e carrocerias	25,7	25,0	23,9	13,1	14,6	13,9	11,9
Químicos	11,2	12,3	12,3	23,0	26,5	24,4	11,2
Informática, eletrônicos e ópticos	15,1	21,5	19,6	44,0	45,1	44,7	8,0
Outros de transporte	66,6	49,3	41,0	35,0	41,0	36,4	31,4
Máquinas e equipamento	30,1	30,8	28,8	29,9	32,6	33,0	15,1

Fonte: IPEADATA – FUNCEX/SECEX/CNI.

Essa diferença setorial dos coeficientes de exportação no período esteve relacionada, basicamente, à política cambial praticada e à elevação dos preços das *commodities* no mercado internacional. Embora as taxas de câmbio nominal e real tenham se apreciado entre 2004 e 2010, naqueles setores em que houve aumento dos preços no mercado

internacional, o aumento mais que compensou a apreciação da taxa de câmbio nominal, incentivando as exportações.

De fato, o índice de rentabilidade das exportações³⁴ apresentou valor acima da média brasileira entre 2004-2010 (79,6), justamente para aqueles setores que foram beneficiados pela elevação dos preços das *commodities*: extração de petróleo e gás natural (110,1), produção florestal (92,8), derivados do petróleo, biocombustíveis e coques (87,9) e agricultura e pecuária (84,3) (TABELA 13). Observa-se que estes setores tenderam a apresentar crescimento ou manutenção das margens de lucro em níveis que possibilitaram a formação do fundo interno e o financiamento do investimento. Ou seja, as margens puderam crescer (ou se estabilizar) naqueles setores onde houve aumento dos preços no mercado internacional que mais do que compensou a apreciação da taxa de câmbio nominal entre 2004 e 2010. Portanto, verificaram-se nestes setores, naquele período, bom desempenho do índice de rentabilidade das exportações, aumento (ou estabilidade) das margens de lucro, e a consequente constituição do fundo interno, não obstante, para o agregado da economia a taxa de câmbio real tenha se apreciado entre 2004 e 2010.

Além destes, os setores de confecção (93), produtos alimentícios (86), fumo (85,8), impressão e reprodução de gravações (83,6), produtos químicos (82,1) e bebidas (81,8) também apresentaram o índice de rentabilidade das exportações acima da média. Dentre estes, apenas o setor de produtos químicos apresentou redução das suas margens.

³⁴ Índice, calculado pela FUNCEX, que procura captar a evolução da rentabilidade da atividade exportadora ao longo do tempo. É calculado a partir da taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) corrigida pela relação entre o índice de preço das exportações e o índice de custo de produção.

Tabela 13 - Índice de rentabilidade de exportações – Setorial, 2004 a 2010

Setores da CNAE 2.0	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Média 2004/2010
Total	93.7	81.6	79.3	74.7	78.9	73.6	75.1	79.6
Agricultura e pecuária	108.5	85.2	73.8	76.7	87.1	83.1	75.3	84.3
Produção florestal	87.0	89.2	80.2	99.8	101.2	95.1	97.2	92.8
Pesca e aquicultura	96.7	79.0	70.1	68.6	67.5	79.4	75.6	76.7
Extração de petróleo e gás natural	103.7	109.4	116.6	111.2	141.0	83.0	106.0	110.1
Extração de minerais metálicos	95.1	102.5	101.2	92.4	113.4	105.9	144.6	107.9
Extração de minerais não-metálicos	88.9	74.4	67.1	61.2	58.0	58.3	50.5	65.5
Produtos alimentícios	97.9	85.8	89.1	80.2	83.7	83.8	81.5	86.0
Bebidas	113.5	91.1	77.7	77.6	67.3	71.3	73.8	81.8
Produtos do fumo	92.8	85.9	88.0	73.8	77.9	91.5	91.1	85.8
Produtos têxteis	92.5	74.7	68.1	61.8	59.6	63.3	62.0	68.8
Confecção de artigos do vestuário e acessórios	98.8	89.7	90.3	90.7	97.3	93.8	90.1	93.0
Couros, artefatos de couro, artigos para viagem e calçados	94.7	82.5	77.0	76.9	74.5	65.5	66.6	76.8
Produtos de madeira	102.1	81.7	78.1	71.4	69.9	67.0	65.1	76.5
Celulose, papel e produtos de papel	82.8	69.2	66.0	64.2	63.6	52.4	57.8	65.1
Impressão e reprodução de gravações	100.6	84.6	88.4	74.4	78.0	84.2	75.1	83.6
Derivados do petróleo biocombustíveis e coque	89.0	92.5	97.4	89.1	91.6	74.3	81.2	87.9
Produtos químicos	97.9	88.0	83.7	79.7	77.9	72.4	74.7	82.1
Produtos farmoquímicos farmacêuticos	83.3	72.4	72.7	66.2	63.6	66.3	54.6	68.4
Produtos de borracha e de material plástico	89.8	78.1	76.6	75.0	72.0	77.1	71.6	77.2
Produtos de minerais não-metálicos	86.7	76.3	71.9	66.3	64.6	65.8	58.7	70.0
Metalurgia	105.9	93.7	89.4	89.4	94.1	73.5	72.1	88.3
Produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos	84.6	73.5	71.6	69.7	70.5	77.4	66.4	73.4
Equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	81.3	60.7	54.6	49.7	46.2	49.5	41.3	54.8
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	88.5	78.5	76.2	74.5	75.5	85.9	74.7	79.1
Máquinas e equipamentos	85.4	71.8	68.7	64.2	63.1	71.3	61.9	69.5
Veículos automotores, reboques e carrocerias	85.2	71.8	70.4	66.2	65.3	72.0	65.1	70.9
Outros equipamentos de transporte, exceto veículos automotores	77.0	58.9	53.7	45.7	43.4	47.9	42.2	52.7
Móveis	89.9	77.9	70.8	64.0	60.8	62.8	57.5	69.1
Indústrias diversas	91.1	69.6	70.6	59.3	53.9	54.4	52.4	64.5

Fonte: Dados FUNCEX, tabela elaborada pela autora.

A despeito da queda do *mark up* apresentada pela maioria dos setores industriais, o fundo interno prevaleceu como principal fonte de financiamento do investimento (GRÁFICO 5, CAPÍTULO 2), e parcela menor dos recursos para financiar o investimento foi obtida por meio de dívidas. Entretanto, entre 2004 e 2010, as empresas direcionaram parte dos recursos do fundo interno para a redução das dívidas, aumento das aplicações financeiras e aumento do capital de giro dos negócios, incentivadas pelas altas taxas de juros praticadas no período³⁵.

³⁵ Studart (1995, p. 165) mostra processo semelhante que entre 1947 e 1961: na ausência de mecanismos de financiamento de curto prazo, o fundo interno era utilizado, em sua essência, para financiar as dívidas

A este respeito, Feijó, Lamônica e Bastos (2016), argumentam que a manutenção de altos níveis de taxa de juros real pela economia brasileira, comparativamente a outras economias emergentes e desenvolvidas desde a estabilização dos preços, tem desestimulado o investimento e incentivado a acumulação de riqueza via aplicação em ativos financeiros. Os autores ainda destacam que a manutenção de taxas de juros reais elevadas também adiciona mais incerteza às decisões de longo prazo, o que induz as empresas a investir no mercado financeiro, a fim de sustentar os seus lucros.

Além disso, o cenário era de mudanças recorrentes e crescente exposição à concorrência internacional. Estes fatores mudaram a convenção dos agentes em relação às suas expectativas e decisões de investimento. Para manter sua participação de mercado os empresários optaram por manter as aplicações financeiras em patamares elevados, reduzir o grau de endividamento (especialmente o de curto prazo), e assim utilizar as margens de lucro para gerar recursos internamente, diante do nível ainda elevado das taxas de juros domésticas e da apreciação do Real ao longo do período.

Desse modo, as decisões empresariais na maioria dos setores foram tímidas em relação ao aumento do investimento. Neste sentido, a maior capacidade de alguns setores de aumentar *mark-ups* e gerar recursos internamente foi direcionada, predominantemente, para a manutenção em patamares elevados das aplicações financeiras e redução do grau de endividamento, principalmente o de curto prazo. Os investimentos foram modestos e visavam apenas a manutenção da participação de mercado das firmas.

De fato, conforme Carneiro *et al.* (2009), neste período as empresas adotaram a estratégia de redução das dívidas para, caso se concretizasse as expectativas otimistas em relação ao crescimento econômico, pudessem aumentar seus investimentos, ampliando sua capacidade de mobilização de recursos por meio do mercado de capitais ou pela contratação de novos financiamentos internos ou externos.

de curto prazo das empresas e garantir níveis de endividamento e indicadores compatíveis com as exigências do mercado para que as empresas estivessem aptas a alavancar recursos para o financiamento de projetos de longo prazo, via recursos públicos e recursos externos.

Entretanto, estas expectativas se reverteram com a crise financeira e econômica internacional em 2008. Os impactos mais imediatos da crise sobre a economia brasileira foram a contração na oferta de crédito doméstico e externo, e contração no volume de comércio internacional, que associado à saída de capitais, provocou a depreciação cambial. Esta combinação de fatores atingiu os índices de confiança dos empresários e consumidores, levando a uma redução da demanda doméstica. A reversão das expectativas, associadas às condições desfavoráveis de financiamento, inviabilizaram a expansão dos investimentos.

Passado o impacto inicial da crise, que se refletiu em uma taxa de crescimento do PIB negativa de -0,13% em 2009, a economia brasileira apresentou expressiva recuperação em 2010, com o PIB crescendo 7,53%. As medidas monetárias e fiscais anticíclicas adotadas pelas autoridades brasileiras, associadas à volta da entrada de capital estrangeiro e a recuperação mundial dos preços das *commodities* contribuíram para este bom desempenho.

Considerando que o fundo interno é a principal fonte de financiamento do investimento no Brasil, e que este tem como base a capacidade das firmas de fixação de margens de lucro, o cenário da industrialização brasileira tornou-se bastante preocupante. Como se observou, grande parte dos setores industriais vêm apresentando redução de seus *markups*, o que agrava um quadro adverso apresentado pela indústria brasileira desde a década de 1990, que é a perda de participação relativa no PIB.

O quadro de queda, em geral, dos *mark ups* setoriais da indústria de transformação, como também o direcionamento de recursos do setor produtivo para a liquidação de dívidas e aplicações financeiras, sugere uma aparente contradição com o aumento de 18,6% da taxa de investimento e de 4,5% da taxa média de crescimento anual da economia, entre 2004 e 2010 – visto ter importância secundária a contribuição dos fundos externo e público para o financiamento do investimento no período. A contradição se desfaz quando se constata que a taxa de investimento parte de um patamar muito baixo em 2004, de 17,3% do PIB, alcançando 20,5% do PIB em 2010, sendo estes valores ainda inferiores à taxa de investimento requerida para o crescimento da economia brasileira a taxas

superiores a 4% ao ano, estimada em Oreiro (2013) como uma taxa de investimento de 24% do PIB.

Se a taxa de investimento, embora tenha crescido no período, permaneceu em patamares insuficientes para explicar o desempenho do PIB no período, o que explica o crescimento médio anual de 4,5% da economia entre 2004 e 2010? Conforme Resende e Terra (2017), este desempenho da economia brasileira só foi possível no contexto de taxas de investimento ainda modestas graças à reunião de dois elementos então presentes: capacidade ociosa elevada associada a estímulos à demanda agregada, propiciados pelo setor externo e aumento do consumo, este último decorrente da elevação do crédito e da melhora na distribuição da renda. Enquanto Carvalho (2018) argumenta que o elemento principal de detonação do crescimento da economia brasileira naquele período, denominado pela autora de “Milagrinho”, teria sido o aumento do investimento agregado puxado pela elevação do investimento público, Resende e Terra (2017) defendem que o crescimento naquele período não foi “*investment-led*”, mas sim, puxado, principalmente, pelo aumento das exportações e do consumo doméstico em contexto de capacidade ociosa elevada. O consumo doméstico, por sua vez, cresceu estimulado pela apreciação da taxa de câmbio real e por políticas de aumento real do salário mínimo, do crédito e de transferência de renda, cuja implementação estava associada, ainda que indiretamente, ao aumento do fundo público no período.

Portanto, o aumento da taxa de investimento no período em análise teve o seu papel para o crescimento, mas tal papel foi secundário. O quadro de queda ou estabilidade dos *mark ups* em grande parte dos setores da economia e uso de recursos das empresas não financeiras para a liquidação de dívidas e aplicações financeiras indicam os limites do fundo interno para financiar taxas de investimento superiores a 24% do PIB, visando um crescimento econômico a taxas superiores a 4% ao ano. Se o crescimento do fundo interno estava limitado, o financiamento de taxas de investimento no patamar de 23 ou 24% do PIB teria que depender, em grande medida, dos fundos externo e público, o que não foi o caso. Não obstante, embora tenha crescido 18,6% do PIB entre 2004 e 2010, a taxa de investimento sempre esteve abaixo de 19,5% do PIB até 2008, e de 20,6% do

PIB no biênio 2009-2010, fragilizando a tese do caráter *investment-led* do crescimento da economia brasileira naquele período.

3.3.3 Fundo Externo

O fundo externo corresponde à parcela dos recursos financeiros de origem externa que se destina a financiar as empresas não financeiras em território nacional. É formado pela soma da dívida externa de médio e longo prazo das empresas não financeiras com o investimento direto estrangeiro (IDE). Desse modo, depende diretamente do sistema financeiro internacional, que afeta as condições de custo e de prazo das captações no mercado externo.

Esta é uma definição restrita de fundo externo de financiamento do investimento doméstico, visto que não considera os efeitos indiretos dos ciclos do sistema financeiro internacional sobre o investimento doméstico. Conforme Dow (1993, cap. 11), Resende e Amado (2007), Rossi (2016), entre outros, nos períodos de otimismo no sistema financeiro internacional os fluxos de capitais crescem em direção às economias emergentes (periféricas) devido às taxas de juros mais elevadas que prevalecem nestas economias concomitantemente à baixa preferência pela liquidez que se observa nestes períodos. Consequentemente, a taxa de câmbio real se aprecia, barateando os investimentos feitos por meio de importações de bens de capital e equipamentos, e o influxo de capitais financia os déficits em transações correntes e, até mesmo, o aumento das reservas externas do país. Além disso, Dow (1986-1987), mostrou que a entrada líquida de capitais em países da periferia estimula a oferta de *finance* (em moeda doméstica), seja na presença de regime de câmbio flexível ou fixo. Este processo inibe a incerteza sobre a capacidade de as economias periféricas honrarem seus compromissos externos, barateia as importações de bens de capital, estimula a oferta de moeda doméstica e o *finance* doméstico, ensejando, em última instância, queda na preferência pela liquidez em relação à economia periférica e estímulos ao investimento doméstico (Dow, 1986; 1993), Resende e Amado (2007). A reversão cíclica do otimismo e da preferência pela liquidez nos mercados financeiros internacionais, todavia, engendra os efeitos opostos, produzindo ciclos de crescimento das economias periféricas mais

aderentes aos ciclos do sistema financeiro internacional, *vis-à-vis* os ciclos das economias centrais. Portanto, a definição de fundo externo deveria contemplar fatores tais como liquidez internacional, investimentos em carteira, etc. Porém, esta definição ampla de fundo externo é mais difícil de ser mensurada, razão pela qual se optou pelo uso da definição restrita visando avaliar o papel do fundo externo no financiamento do investimento doméstico no Brasil.

O período 2004-2010 esteve associado a um ciclo de expansão da liquidez mundial, apesar da abrupta retração dos fluxos de capitais desencadeada pela crise financeira global em setembro de 2008, mas logo retomado em 2009. A expansão da liquidez mundial esteve ligada à adoção de políticas monetárias expansionistas nos países centrais. Tal política, associada a uma menor aversão ao risco dos investidores estrangeiros, contribuiu para a expansão dos fluxos de capitais para os países emergentes e para sua retomada econômica logo após a crise de 2008, movimento este relacionado às maiores taxas de crescimento e ao acerto das políticas para enfrentamento da crise por parte dos países emergentes (IEDI, 2011). Esta expansão pode ser vista no Gráfico 19, que mostra a evolução dos fluxos líquidos de capital privado para um conjunto de 25 economias emergentes³⁶, dentre elas o Brasil.

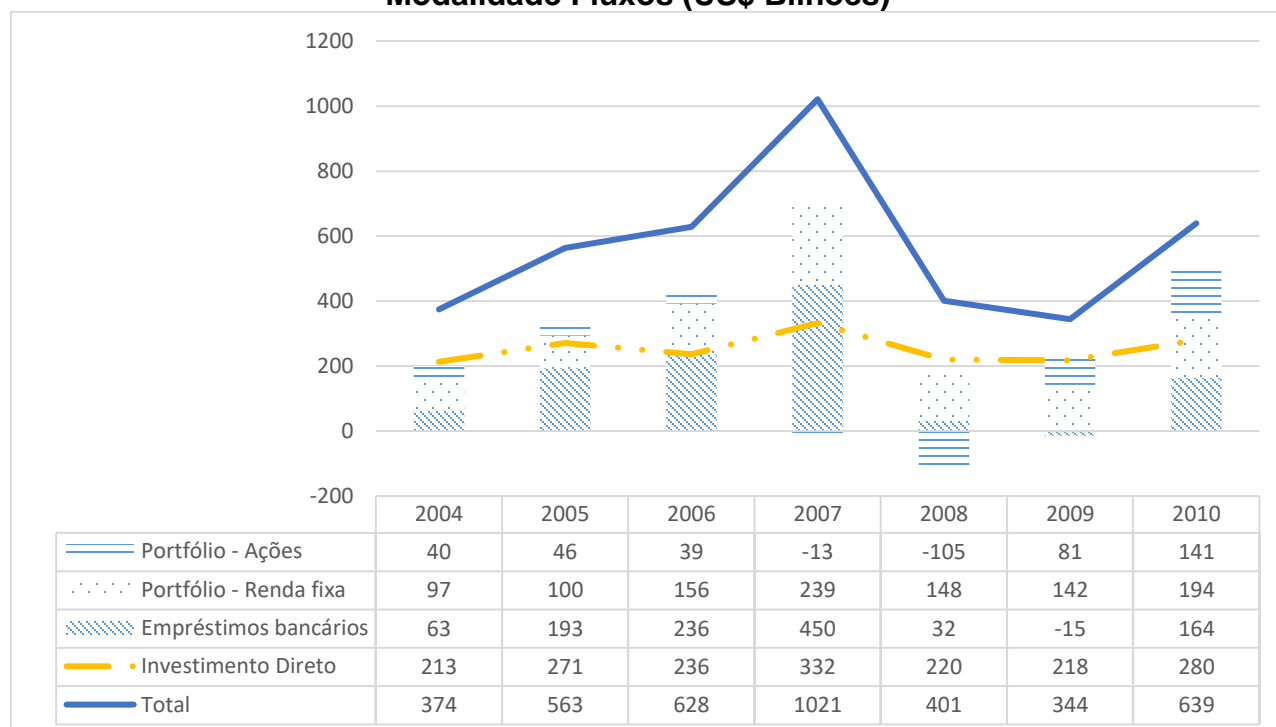
De modo geral, esses recursos entraram nos países na forma de investimento em portfólio (ações e renda fixa), empréstimos bancários e investimento direto. Conforme o Gráfico 19, até 2007 predominaram os investimentos diretos estrangeiros, os empréstimos bancários (que apresentaram maior crescimento no período) e os investimentos em renda fixa. O ano de 2007 apresentou o pico do fluxo de capitais privados para os países emergentes, quando ultrapassou US\$ 1 trilhão. Já em 2008, como reflexo da crise financeira, tais fluxos apresentaram uma queda abrupta e equivaleram a US\$ 401 bilhões, com predomínio dos investimentos diretos e das aplicações em renda fixa. Já entre 2009 e 2010 voltaram a crescer, fechando 2010 equivalendo a US\$ 639 bilhões, ainda com predomínio dos investimentos diretos,

³⁶ Amostra composta por Nigéria, Egito, África do Sul, Líbano, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos; Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Venezuela; República Tcheca, Hungria, Polônia, Rússia, Turquia, Ucrânia; China, Índia, Indonésia, Coreia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

aplicações em renda fixa e a volta dos empréstimos bancários. A absorção de recursos externos estimula convenções favoráveis ao investimento privado quando confere uma complementação aos fundos interno e público de financiamento do investimento. Estimula convenção otimista, também, quando garante o financiamento de déficits em transações correntes, presentes no Brasil a partir de 2008, especialmente quando associada a recursos de longo prazo, como é o IDE, que é um passivo externo com menor efeito sobre a vulnerabilidade externa do país.

Nesse período, a participação média do Brasil na absorção desses fluxos foi de aproximadamente 6%, tendo sido um dos principais receptores na América Latina (BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2017). A demanda crescente por essa fonte de recursos foi incentivada pelo diferencial de juros, pela expansão do comércio exterior e também pela já mencionada carência de fontes internas de financiamento do investimento (IEDI, 2011), especialmente em um período de expansão do investimento e crescimento econômico do país.

Gráfico 19 – Fluxos líquidos de capitais privados para países emergentes – Modalidade Fluxos (US\$ Bilhões)



Fonte: *Institute of International Finance – IIF apud IEDI (2011)*. Gráfico elaborado pela autora.

Uma análise mais detalhada da destinação desses fluxos internamente mostra que grande parte foi absorvida pelo setor privado, que apresentou taxas expressivas de crescimento da dívida externa no período. Movimento contrário ao apresentado pelo setor público que além de reduzir a dívida externa, aumentou o acúmulo de reservas internacionais (TABELA 14), tornando o governo brasileiro credor líquido em moeda estrangeira, o que contribuiu positivamente para o enfrentamento do efeito contágio da crise internacional.

A Tabela 14 mostra que entre 2004 e 2010 a dívida externa bruta total³⁷ se expandiu 90,2%, em função, principalmente, da expansão da dívida dos bancos (144,8%) tanto de curto como de longo prazo, e dos outros setores (38,2%), no qual se destacam as empresas não-financeiras, com predomínio da dívida de longo prazo. A dívida do Governo Geral, predominantemente de longo prazo, se reduziu 21,6%. Trajetória que foi acompanhada pelo Banco Central, cuja dívida apresentou redução expressiva de 84,2%. Os investimentos diretos via operações intercompanhias apresentaram crescimento expressivo no período, equivalente a 364,4%. Entretanto, o grande destaque foi o crescimento das operações com títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico e detidos por não residentes que passou de US\$ 2.529 milhões em 2004 para US\$ 55.896 milhões em 2010.

Os bancos se tornaram, ao longo do período, os principais receptores do fluxo de capital externo, que foi direcionado, prioritariamente, para realizar operações de arbitragem com títulos públicos e nos mercados futuro e a vista de câmbio, e em menor escala para

³⁷ A metodologia de classificação dos dados de estoque de dívida externa adotada pelo Banco Central distingue quatro setores institucionais: (a) autoridade monetária; (b) Governo geral, que inclui transações efetuadas pelos Governos Federal, Estaduais e Municipais, pelos fundos de seguridade social desses três níveis de governo e pelas instituições sem fins lucrativos controladas pelas entidades governamentais; (c) bancos, que abrange as transações efetuadas por bancos comerciais, múltiplos e de investimento; associações de poupança e empréstimos; cooperativas de créditos; sociedades de crédito, investimento e financiamento; e sociedades de crédito imobiliário; (d) outros setores, que engloba as transações realizadas por empresas não financeiras (públicas e privadas), companhias de seguro, fundos de pensão, instituições financeiras não bancárias (sociedades corretoras de câmbio e distribuidoras de títulos e valores mobiliários; bolsas de valores e câmaras ou prestadoras de *clearing* cambial) e pessoas físicas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2007).

constituição de *funding* para financiar crédito de curto prazo. Como visto no capítulo 2, entre 2004 e 2008 a concessão de crédito foi liderada pelos bancos privados, com predomínio dos recursos livres destinados às famílias para o financiamento do consumo de bens duráveis, e às empresas, para financiamento, essencialmente, do capital de giro. Dessa forma, essa parcela dos fluxos externos absorvidos pelo país não pode ser considerada fundo externo, tratado nesta tese como a parcela dos fluxos externos destinada ao financiamento de longo prazo dos projetos de investimento no país. Ainda assim, o fundo externo teve participação crescente ao longo do período, tanto pela expansão da dívida externa de médio e longo prazo das empresas não financeiras, quanto pelo crescimento dos investimentos diretos estrangeiros no período.

Tabela 14- Dívida Externa Bruta, 2004-2010 (US\$ milhões)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo geral	82 251	81 635	70 757	66 043	62 555	64 372	65 127
Curto prazo	1	0	6	23	17	-	-
Longo prazo	82 250	81 635	70 751	66 020	62 538	64 372	65 127
Banco Central	25 394	412	240	140	189	4 661	4 552
Curto prazo	-	111	83	126	179	148	106
Longo prazo	25 394	301	157	14	10	4 513	4 446
Bancos	39 400	39 090	44 522	75 009	74 237	63 623	103 143
Curto prazo	17 781	17 959	19 072	38 184	34 943	28 497	51 079
Longo prazo	21 620	21 131	25 451	36 825	39 294	35 126	52 064
Outros setores	54 329	48 424	57 153	52 153	61 538	65 684	84 088
Curto prazo	963	817	1 245	694	1 484	2 475	6 228
Longo prazo	53 366	47 607	55 908	51 459	60 054	63 209	77 860
V – Investimento direto: operações intercompanhia	20 484	18 808	18 537	26 783	47 276	64 570	79 372
VI - Títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico e detidos por não residentes denominados e liquidados em Reais	2 529	2 555	4 596	18 163	21 050	26 484	55 896
Dívida externa bruta (I + II + III + IV + V + VI)	237 943	222 737	192 694	217 618	261 672	289 573	333 607

Fonte: Dados do Banco Central. Tabela elaborada pela autora.

O crescimento das operações com títulos de renda fixa esteve ligado, em grande parte, aos ganhos de arbitragem proporcionados pelo diferencial entre os juros internos e

externos. Tanto os bancos, como as empresas não financeiras, se aproveitaram desse diferencial para captar recursos no exterior através da emissão de títulos de renda fixa. Além disso, o diferencial de juros associado à apreciação cambial contribuiu para a disseminação de inovações financeiras como os contratos de crédito vinculados com derivativos cambiais, e os contratos de derivativos de balcão, com caráter essencialmente especulativo e de alto risco, que reforçaram o fenômeno da financeirização.³⁸

O diferencial entre os juros internos e externos também estimulou as operações relacionadas aos investimentos diretos no país. O aumento significativo de tais operações tem sido associado à transferência de recursos da matriz no exterior de empresas multinacionais para suas filiais no Brasil por meio dos empréstimos intercompanhia, com vistas aos ganhos financeiros decorrentes desse diferencial. Além disso, as matrizes nacionais também passaram a receber o chamado “investimento reverso” de suas filiais no exterior, com vista a esses ganhos de arbitragem (PRATES; CUNHA, 2013; MCCAULEY; MCGUIRE; SUSHKO, 2015; AVDJIEV; CHUI; SHIN, 2014 *apud* BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2017).

A Tabela 15 mostra a evolução do investimento direto no país entre 2004 e 2010. Como mencionado, as operações intercompanhia cresceram de forma expressiva, especialmente em 2007 e 2008. Em 2009, como reflexo da crise estas operações caíram, mas já em 2010 voltaram a apresentar crescimento. Entretanto, predominou o investimento direto em participação no capital em todo o período, o qual também apresentou crescimento expressivo, em função tanto de operações de grande porte, como fusões e aquisições, como também operações crescentes de arbitragem.³⁹

³⁸ O crescimento dessas operações foi tão intenso, que em fins de 2010 o governo iniciou um processo de adoção de medidas macroprudenciais para limitar o influxo de capitais para o país. Especificamente em relação aos títulos de renda fixa, eles apresentaram significativo recuo no final de 2010 devido ao aumento do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Entretanto, foram substituídos pela emissão de títulos de renda fixa no exterior, modalidade que não estava sujeita ao IOF, e que, portanto, permitiu aos bancos e às empresas continuarem usufruindo dos ganhos de arbitragem associados ao diferencial de juros (IEDI, 2011).

³⁹ De acordo com IPEA (2011, p. 6), “o elevado diferencial entre juros internos e externos e a consequente valorização da moeda doméstica – apesar das medidas tributárias adotadas para restringir a entrada de

Tabela 15 – Investimentos diretos no país, Brasil, 2004-2010

Investimentos diretos no país	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total	18 161	15 460	19 418	44 579	50 716	31 481	88 452
Participação no capital – total – passivos	18 570	15 045	15 373	26 074	30 064	19 906	74 982
Participação no capital, exceto lucros reinvestidos – passivos	18 570	15 045	15 373	26 074	30 064	19 906	40 117
Participação no capital – lucros reinvestidos no Brasil – ingressos	34 865
Operações intercompanhia – passivos	- 409	415	4 045	18 505	20 652	11 575	13 470
Matrizes no exterior a filiais no Brasil	- 412	340	4 062	9 657	14 901	7 064	8 688
Filiais no exterior a matrizes no Brasil (investimento reverso)	3	75	- 16	8 848	5 751	4 510	4 782

Fonte: Dados do Banco Central do Brasil, Balanço de Pagamentos. Tabela elaborada pela autora.

Portanto, há que se ter cautela ao avaliar o crescimento dos investimentos diretos no país enquanto um fundo externo de financiamento do investimento, visto que parcela expressiva desses recursos foi utilizada para ganhos de arbitragem com o diferencial de juros e apreciação cambial, em detrimento dos investimentos produtivos.

Outro componente do fundo externo é a dívida externa das empresas não financeiras. Estas responderam por quase a totalidade da dívida externa dos outros setores em todo o período (média de 99%). Apesar da oscilação apresentada, a dívida externa das empresas não financeiras cresceu, em média, 7,23% a.a. entre 2004 e 2010. Observa-se que predominou o componente de longo prazo da dívida, o qual respondeu, em média, por 97% do total. Este dado pode ser interpretado como um indicador da atuação do fundo externo no processo de financiamento do investimento na economia brasileira no período, visto que a probabilidade de os recursos de longo prazo estarem sendo utilizados como fonte (alternativa) de financiamento do investimento é maior, não obstante poderem estar sendo utilizados para ganhos de arbitragem também, especialmente porque predominaram os títulos da dívida até 2008. Dentre os componentes da dívida, prevaleceram, até 2008, os títulos da dívida seguidos dos empréstimos e em menor proporção o crédito comercial. Já em 2009 este quadro se

investimentos em carteira – constituem indício da entrada de capitais especulativos sob a rubrica IED. Na ausência de fiscalização do destino desses recursos após seu registro de entrada, há possibilidade de abertura de novas sociedades anônimas pelos investidores estrangeiros seguida de aplicação, através de operações de tesouraria, em fundos de investimentos financeiros.”

reverteu e os empréstimos passaram a predominar em relação aos títulos da dívida. (TABELA 16). Explicações prováveis para esse quadro são a queda do diferencial de juros doméstico e externo e o aumento do IOF sobre operações com títulos da dívida.

**Tabela 16 – Dívida externa das empresas não-financeiras, dez/2004 a dez/2010
(US\$ milhões)**

Dívida Externa	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total	54 027	48 055	56 847	51 534	60 783	64 948	82 118
Curto prazo	954	807	1 220	669	1 398	2 390	6 112
Títulos de dívida	4	8	152	4	320	940	868
Empréstimos	460	187	623	378	447	1 303	5 126
Crédito comercial	204	203	117	51	411	147	118
Outros passivos de dívida	286	409	328	237	220	-	-
Longo prazo	53 073	47 248	55 627	50 865	59 385	62 558	76 006
Títulos de dívida	31 099	27 208	26 715	24 455	23 435	24 832	23 856
Empréstimos	14 046	13 062	22 007	14 349	16 476	35 950	50 338
Crédito comercial	2 830	3 132	3 555	9 199	14 684	1 777	1 811

Fonte: Dados Banco Central do Brasil. Tabela elaborada pela autora.

Grande parte dos fluxos de capitais para o país não se converteu em fundo externo, pois foi absorvida pelos bancos e estes privilegiaram operações de arbitragem com vistas aos ganhos com o diferencial de juros. Neste sentido, as políticas monetária, cambial e de liberalização financeira prejudicaram a formação desse fundo no período. Como os dados mostram, o crédito das instituições financeiras privadas pouco cresceu no período, perdendo participação para o crédito público (que foi financiado primordialmente por recursos do Tesouro e pelas fontes tradicionais, como FAT e FGTS, tendo recorrido pouco ao mercado externo). Portanto, os recursos externos absorvidos pelos bancos não podem ser considerados fundo externo de financiamento do investimento doméstico.

Desse modo, a constituição do fundo externo fica limitada aos investimentos diretos estrangeiros e à dívida externa das empresas não financeiras, especialmente a de longo prazo. Porém, o fundo externo deve ser analisado com cautela. Parcela do investimento direto é destinada a fusões e aquisições e a empréstimos intercompanhias visando ganhos de arbitragem, não representando expansão do estoque de capital. A dívida externa das empresas não financeiras deve ser vista com cautela, especialmente a

emissão de títulos da dívida, por ser motivada, em grande parte, pelos ganhos de arbitragem das empresas. Além disso, parte do endividamento externo se destina ao refinanciamento de dívidas, ao invés de se destinar à ampliação do estoque de capital.⁴⁰

Ainda assim, há que se considerar a importância do fundo externo para o financiamento do investimento no período, especialmente quando se considera o ciclo de crescimento da economia brasileira. Esse ciclo, associado a uma dinâmica macroeconômica caracterizada pela apreciação da moeda, diferencial positivo entre juros internos e externos, expansão da liquidez mundial e à limitação das fontes de financiamento internas, contribuiu para o crescimento da procura por financiamento externo e, conseqüentemente, para a formação do fundo externo no período. Ainda que parcela expressiva dos recursos do fundo externo tenha sido destinada à obtenção de ganhos financeiros, fusões e aquisições e refinanciamento da dívida externa, em detrimento da expansão da capacidade produtiva, o que foi favorecido pelas políticas monetária e cambial adotadas.

No contexto do aumento do financiamento requerido na fase ascendente do ciclo, o fundo externo contribuiu para o financiamento de déficits em conta corrente, observados a partir de 2008, e para complementar o financiamento proporcionado pelos fundos público e interno, reduzindo incertezas e estimulando convenção otimista.

3.4 Papel e relevância dos três fundos para a fase ascendente do ciclo

2004-10

Entre 2004 e 2010 a economia brasileira cresceu em média 4,5% a.a., alavancada em grande medida pelo desempenho dos mercados de comércio e financeiro internacionais,

⁴⁰ O crescimento das operações de arbitragem, reforçadas pelas políticas monetária e cambial adotadas no período é, particularmente, preocupante por tornar as empresas endividadas em dólares mais vulneráveis a mudanças inesperadas na liquidez internacional, especialmente quando se considera o cenário de crise da economia mundial. Além disso, a crescente entrada de capital especulativo leva à valorização cambial, e à conseqüente perda de competitividade da indústria nacional (IPEA, 2011).

e pelo dinamismo do mercado interno consumidor. A valorização do preço das *commodities* no mercado internacional, o crescimento do comércio mundial e o aumento da liquidez internacional caracterizaram um mercado externo benigno para a economia brasileira, especialmente entre 2004 e 2008. Internamente, além do impulso resultante do multiplicador dos gastos do setor exportador, a apreciação cambial, o aumento real do salário mínimo e do crédito, programas de transferência de renda e o aumento do investimento público foram determinantes para a dinamização e o crescimento da economia brasileira no período – a apreciação cambial, embora inibisse o investimento, estimulava o consumo por meio do aumento do poder aquisitivo da população. Este cenário permitiu a constituição dos fundos alternativos de financiamento do investimento. A retomada sustentada do crescimento, a 4,5% ao ano em média, todavia, não requeria como peça imprescindível o aumento do investimento para patamares acima de 23% do PIB devido à presença de elevada capacidade ociosa na economia. Esta característica reduzia a pressão sobre os fundos de financiamento do investimento para que a fase ascendente do ciclo se manifestasse.

Stuart (1995) e Resende (2005) mostram que entre o pós-guerra e início dos anos 2000, o fundo interno sempre foi preponderante, no Brasil. A análise e os dados levantados neste capítulo (e no capítulo e no Gráfico 5) apontam que também neste início do sec. XXI o fundo interno permanece sendo o mais importante entre os fundos de financiamento do investimento, no país.

Em relação ao fundo público, a maior arrecadação fiscal resultante do crescimento econômico e do aumento da carga tributária, associada à melhora dos indicadores fiscais permitiu a expansão do crédito público de longo prazo e dos investimentos públicos, além de medidas de incentivo fiscal e financeiro à atividade produtiva, implantadas no âmbito da PITCE e do PAC. Além do impacto direto do aumento do investimento público para o crescimento econômico, o efeito *crowding in* deste com o investimento privado também implicou o aumento do investimento agregado entre 2004 e 2010. Este efeito está ligado a melhores oportunidades de investimento privado propiciadas pela complementariedade

com o investimento público, mas também a expectativas privadas otimistas que os investimentos públicos, em particular no âmbito do PAC, estimularam.

Desse modo, o investimento público, financiado a partir do fundo público, foi importante para explicar a fase ascendente do ciclo econômico brasileiro do período em análise, em particular em 2009-10, quando a economia mundial sofreu o maior efeito da crise financeira de 2008. Outro importante canal de atuação do fundo público, inclusive sobre as expectativas privadas, foi o crédito concedido pelos bancos públicos, que se expandiu no período, especialmente a partir de 2008, visando evitar a escassez de crédito em decorrência da atuação mais cautelosa e de maior preferência pela liquidez dos bancos privados.

Desse modo, o fundo público, seja através do financiamento direto do investimento público, seja através da isenção tributária, ou da atuação dos bancos públicos no financiamento de longo prazo, desempenhou papel relevante no ciclo de crescimento de 2004-2010, especialmente através da atuação anticíclica diante da crise mundial de 2008. Entretanto, assim como para a economia brasileira como um todo, a deficiência na estrutura de *funding* se revelou um obstáculo estrutural para a sustentabilidade deste fundo, especialmente quando se observa a inconsistência entre as rentabilidades e o prazo de maturação dos ativos e passivos do setor público, e também, a dependência do desempenho da arrecadação pública em relação às taxas de crescimento da economia. Ainda que no período em análise, o crescimento econômico e a adoção de algumas medidas fiscais tenham criado maior espaço fiscal para o investimento público, tais medidas não foram capazes de eliminar o potencial surgimento de impactos fiscais negativos no futuro. Da mesma forma, os aportes do Tesouro para o BNDES representaram elevados custos fiscais. Essa restrição estrutural ao financiamento do investimento público, juntamente com a necessidade de se viabilizarem elevados montantes de recursos para a continuidade dos grandes projetos de investimento, especialmente em infraestrutura, acabam por pressionar ainda mais o mercado de financiamento de longo prazo e assim revelam a fragilidade deste mercado para a sustentação do investimento agregado e do crescimento da economia brasileira.

Por sua vez, a constituição do fundo interno, que é determinada pelas margens de lucro fixadas e pelo crescimento da demanda, se por um lado foi beneficiada pela conjuntura econômica favorável e pela política fiscal expansionista, por outro foi prejudicada pela apreciação cambial e seu impacto sobre a competitividade da indústria nacional. Além disso, a combinação do câmbio real apreciado com política monetária restritiva incentivou a adoção de práticas especulativas por parte das empresas não financeiras. Tais práticas, ao mesmo tempo em que contribuíram para manter ou aumentar a lucratividade das empresas em um cenário de redução da competitividade do setor de *tradables* (apesar das perdas de algumas empresas com o efeito-contágio da crise em 2008), também limitaram a destinação dos recursos do fundo interno para o financiamento do investimento. As elevadas taxas de juros e a apreciação cambial naquele período, ao aumentarem o custo de oportunidade da formação bruta de capital fixo e limitarem o aumento dos *mark ups*, mitigavam a convenção otimista ensejada pela política fiscal. Porém, não representaram um risco à fase ascendente do ciclo (2004-2010) devido à presença de capacidade ociosa, que viabilizava o crescimento estimulado pelas exportações e consumo, sem pressionar (sem requerer) em demasia o investimento agregado e os fundos de seu financiamento.

Os fatores que beneficiaram a formação do fundo interno predominaram no período, resultando em um crescimento de aproximadamente 60% do valor adicionado e em um *mark up* médio de 1,35, para as empresas não financeiras. Entretanto, quando se analisa o crescimento do valor adicionado apenas dos setores de bens *tradables* no mesmo período, ele equivaleu a 24,7% e o *mark up* médio foi de 1,24, refletindo a maior exposição destes setores à concorrência externa e, portanto, mais limitados em sua capacidade de fixação das margens. Não por acaso, cerca de 50% dos setores produtivos analisados apresentaram queda de suas margens no período.

No entanto, a redução da participação do fundo interno em relação às demais fontes de financiamento (passou de 64,9% em 2004 para 39,5% em 2010, conforme GRÁFICO 5) esteve relacionada não apenas à limitada capacidade de fixação dos *mark ups*, mas também a uma decisão das empresas de utilizarem seus lucros para a redução das

dívidas, aumento das aplicações financeiras e do capital de giro dos negócios, incentivadas pelas altas taxas de juros praticadas no período. A maior capacidade de alguns setores de aumentar seus *mark ups* e gerar recursos internamente foi direcionada, predominantemente, para a manutenção em patamares elevados das aplicações financeiras e redução do grau de endividamento, principalmente o de curto prazo.

No que diz respeito ao fundo externo, sua constituição esteve associada ao ciclo de expansão da liquidez mundial entre 2004 e 2010. Em linhas gerais, o ciclo de crescimento da economia brasileira, associado a uma dinâmica macroeconômica caracterizada pela apreciação da moeda, diferencial positivo entre juros internos e externos, expansão da liquidez mundial e à insuficiência das fontes de financiamento internas, contribuiu para o crescimento da procura por financiamento externo e, conseqüentemente, para a formação do fundo externo no período. Entretanto, parcela expressiva dos recursos do fundo externo foi destinada a ganhos financeiros (arbitragem) por parte das empresas e bancos, em detrimento da expansão da produção e do estoque de capital, o que foi reforçado pelas políticas monetária e cambial adotadas. Parcela do fundo externo também estava associada a fusões e aquisições e ao refinanciamento da dívida externa, ao invés de ser destinada a investimentos novos.

Desse modo, mesmo apresentando relativo crescimento ao longo do período 2004-2010, os fundos alternativos de financiamento do investimento não resultaram em um aumento do investimento para patamares superiores a 20,5% do PIB. Neste período, os investimentos foram modestos e visaram apenas a manutenção da participação de mercado das firmas. Mesmo sem um aumento robusto da taxa de investimento no Brasil, o crescimento da economia foi possível graças à existência de capacidade ociosa, herdada da crise cambial de 1999, da crise do apagão em 2001 e do “medo Lula” em 2002. Ou seja, embora o aumento da taxa de investimento no período tenha contribuído para o miniciclo, este decorreu, sobretudo, do aumento do consumo e das exportações em contexto de capacidade ociosa elevada. Esta é uma visão similar àquela defendida por Resende e Terra (2017), em que os autores argumentam que o crescimento das taxas de investimento (cresceu de 17,3% do PIB para 19,1% entre 2004 e 2009,

alcançando 20,5% do PIB em 2010) foi insuficiente para explicar o miniciclo de crescimento do período, sendo este impulsionado, principalmente, pelo aumento das exportações e do consumo doméstico em contexto de capacidade ociosa elevada. Este argumento contradiz a tese defendida por Carvalho (2018), de que o elemento principal de promoção do crescimento da economia brasileira naquele período, denominado pela autora de “Milagrinho”, teria sido o aumento do investimento agregado puxado pela elevação do investimento público.

Keynes recomenda que o orçamento de capital seja utilizado em momentos de recessão para garantir demanda. No caso do período 2004-2010, sendo o crescimento econômico puxado pelo mercado externo e dinamismo do mercado interno em um contexto de capacidade ociosa, o papel do investimento público foi mais no sentido de promover a infraestrutura necessária à expansão do investimento, do que para garantir um nível mínimo de demanda. Desse modo, o aumento da taxa de investimento no período em análise teve o seu papel para o crescimento, mas tal papel foi secundário. Considera-se que o investimento público, juntamente com os bons resultados obtidos pela política fiscal (como a manutenção do superávit primário e a redução da relação dívida líquida/PIB), e o bom desempenho dos mercados externo e interno, contribuíram para fortalecer uma convenção positiva em relação à estabilidade macroeconômica e à expansão da demanda agregada. A construção deste cenário favorável ao investimento foi de extrema importância para a economia brasileira em 2008, quando eclodiu a crise financeira internacional. Em 2009 e 2010, o governo teve atuação essencial na contenção dos efeitos da crise internamente, especialmente através do investimento e do financiamento público.

Entretanto, apesar dos bons resultados, o expansionismo fiscal ocorreu sem que houvesse um rompimento efetivo com os fundamentos ortodoxos da política econômica. O Banco Central continuou a agir de forma autônoma e restritiva na definição da taxa de juros, que mesmo apresentando trajetória de queda no período, ainda se manteve entre as mais altas do mundo. A este fato se soma a valorização cambial apresentada no período 2004-10, revelando uma falta de coordenação entre as políticas

macroeconômicas, tanto por onerar as contas públicas em um cenário de busca de superávits primários para reduzir a dívida pública, como por restringirem o investimento e conseqüentemente o crescimento econômico do país.

Além dos canais mais evidentes pelo qual a taxa de juros inibe o investimento, principalmente através do aumento do seu custo e do incentivo à financeirização, seu impacto sobre o desenvolvimento e a funcionalidade das fontes de financiamento vem se mostrando significativo. Especificamente, as altas taxas de juros associadas com a ampla disponibilidade de títulos públicos têm inibido o desenvolvimento dos mercados organizados em torno da liquidez, como o mercado de títulos e debentures no país. E também incentivou a redução da oferta de crédito do sistema bancário ao proporcionar uma alternativa de lucros mais segura e rentável. Além disso, contribuiu para reduzir a margem de lucro do setor de bens *tradables* ao provocar a apreciação cambial, limitando assim a formação do fundo interno.

Somou-se a esse quadro, a piora dos resultados da conta corrente do balanço de pagamentos e a reprimarização da estrutura produtiva nacional, que limitou os ganhos de produtividade e o aumento futuro da oferta agregada. Fatores estes que são condição necessária para a continuidade das políticas sociais de aumento real dos salários, do crédito e fortalecimento do mercado interno que, por sua vez, são essenciais para a sustentabilidade dos fundos alternativos de financiamento do investimento, especialmente dos fundos interno e público. Havia, portanto, uma contradição latente entre os estímulos à distribuição da renda e aumento do consumo doméstico no curto prazo e os desestímulos ao investimento e ao aumento da oferta agregada e do emprego no longo prazo. A contradição pode ser observada, também, no âmbito dos elementos que compõem o fundo interno. A apreciação da taxa de câmbio real, ao mesmo tempo em que aumentava o poder aquisitivo da população e estimulava seu consumo, favorecendo o crescimento da massa de lucros e, portanto, do fundo interno, limitava os *mark-ups* e o aumento do fundo interno. Embora prejudicasse a formação de convenção otimista, esta contradição foi acomodada enquanto havia capacidade ociosa. Além disso, o acúmulo de reservas externas e a atuação do banco central nos mercados à vista e futuro de

câmbio influenciaram negativamente o resultado fiscal, emitindo sinais contraditórios e prejudicando a formação de convenções otimistas em relação à condução da política econômica.

Em suma, a conjuntura econômica, interna e externa, favoreceu a constituição dos fundos público, interno e externo entre 2004 e 2010. Entretanto, a condução da política econômica impactou de forma diferenciada a constituição e o desempenho dos fundos. Por um lado, a política fiscal expansionista foi de extrema importância para a constituição dos fundos público e interno, apesar de ter se desenvolvido sobre uma base frágil e insustentável no longo prazo. Por outro lado, as políticas monetária e cambial, além de inibir a formação dos fundos através das altas taxas de juros praticadas e do câmbio valorizado, também restringiram a destinação destes para o financiamento do investimento, ao incentivarem a financeirização e as operações que visavam os ganhos de arbitragem.

Nesse cenário, o fundo público contribuiu de forma significativa para o bom desempenho da economia brasileira no período, especialmente em 2009 e 2010, quando o governo teve atuação essencial na contenção dos efeitos da crise internamente, especialmente através do investimento e do financiamento público. Já a contribuição do fundo interno, ainda que tenha predominado em relação às demais fontes de financiamento, foi reduzida ao longo do período, visto que seus recursos foram direcionados, predominantemente, para a manutenção em patamares elevados das aplicações financeiras e redução do grau de endividamento das firmas, principalmente o de curto prazo. Em relação ao fundo externo, ainda que este tenha apresentado crescimento, parcela expressiva dos seus recursos foi destinada à obtenção de ganhos financeiros por parte das empresas, em detrimento do financiamento do investimento e da expansão da produção.

Por fim, embora os estímulos das políticas macroeconômicas, diretamente sobre o investimento e indiretamente sobre as convenções, emitissem efeitos e sinais contraditórios, a existência de capacidade ociosa tornou possível um crescimento *export-and-consumption led*, complementado, por sua vez, pelo aumento dos investimentos públicos e privados, mas sem pressionar em demasia o investimento agregado e os

fundos de seu financiamento.⁴¹ Enquanto houve capacidade ociosa foi possível acomodar as inconsistências e falta de coordenação entre as políticas macroeconômicas (RESENDE; TERRA, 2017). Porém, quando a capacidade ociosa foi reduzida, simultaneamente o cenário externo foi revertido, e o regime de política macroeconômica modificado, verificou-se a inflexão do miniciclo de 2004-2010.

⁴¹ Em 2003, a capacidade ociosa da economia era de 20,3%, caindo continuamente até alcançar 16,7% em 2008, subir para 19,4% em 2009 e voltar para 16,6% em 2010 (IPEADATA, 2018).

4 POLÍTICA ECONÔMICA E O DESEMPENHO DOS FUNDOS DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL ENTRE 2011 E 2016

4.1 Introdução

Em 2011, os pilares do crescimento econômico brasileiro no ciclo 2004-10 começaram a apresentar sinais de esgotamento, revelando a pouca sustentabilidade daquele ciclo. As exportações apresentaram queda expressiva, em função da desaceleração da economia mundial, que decorreu, entre outras coisas, da Crise do Euro, da fraca recuperação norte americana e da desaceleração dos países emergentes, especialmente China. Além disso, o consumo começou a perder dinamismo, em particular no ramo de bens duráveis, pois o diferencial entre a taxa de juros e a taxa de aumento da renda disponível das famílias e o nível elevado de seu endividamento limitaram o crescimento do crédito ao consumo (SERRANO; SUMMA, 2015). Por fim, a capacidade ociosa, que acomodava as inconsistências anteriormente apontadas, começava a dar sinais de esgotamento – em 2010 a taxa de desemprego atingiu 6,7% (IBGE, 2016) e a ocupação da capacidade instalada na indústria foi de 84,75% (Ipeadata, 2018) -, o que exigiria um ciclo de taxas de investimento no patamar de 23 a 24% do PIB para garantir a sustentabilidade de taxa média anual de crescimento econômico superior a 4%, nos anos seguintes.

Neste cenário, as políticas econômicas, seguindo as recomendações keynesianas, teriam que atuar de forma contracíclica, para contribuir com o restabelecimento da demanda agregada e a construção de convenções otimistas e expectativas favoráveis à realização do investimento. Como se verá, as políticas adotadas foram, predominantemente, equivocadas e contribuíram para o agravamento da crise econômica que resultou na recessão vivenciada em 2015 e 2016.

Este capítulo se propõe a analisar as políticas macroeconômicas implementadas e sua relação com as convenções e a constituição dos fundos alternativos de financiamento do

investimento. Em seguida, analisa-se o papel desempenhado pelas políticas macroeconômicas e pelos fundos no ciclo 2011-16.

4.2 Política Macroeconômica

4.2.1 Política fiscal

O cenário de desaceleração da economia mundial e perda de dinamismo do mercado interno brasileiro enfatizou a necessidade de uma política fiscal mais ativa, e ao mesmo tempo comprometida com a responsabilidade fiscal, de maneira a incentivar a demanda agregada e inspirar convenções otimistas em relação ao comportamento da economia e sustentabilidade futura das medidas a serem adotadas. Em particular, seria necessário ampliar o pacote de investimentos públicos no contexto de um orçamento de capital organizado nos moldes Pós-Keynesianos, visando estimular convenções otimistas e ampliar a taxa de investimento, condição necessária para o crescimento sustentado da economia brasileira.

Neste contexto, o Governo Dilma Rousseff iniciou em 2011 tendo como desafio no campo fiscal a implantação de uma política que conciliasse o aprimoramento dos indicadores fiscais com a participação mais ativa do Estado na economia. Neste cenário, optou-se por manter o expansionismo fiscal, entretanto, passou-se a utilizar como principais instrumentos a concessão de desonerações tributárias e subsídios financeiros e creditícios, em detrimento do investimento público. Várias são as razões apontadas para esta mudança de estratégia: (i) aposta do governo no setor privado como indutor do investimento e opção por estímulos fiscais que não afetassem o superávit primário (ORAIR; GOBETTI, 2017); (ii) compromisso com a industrialização e aderência à “Agenda Fiesp” (CARVALHO, 2018); (iii) *lobby* de grupos empresariais (RESENDE; TERRA, 2017). De qualquer forma, o governo adotou uma política mais conservadora, acreditando que a adoção de uma política de redução de custos (corte de investimentos públicos em 2011, no caso) e concessão de incentivos fiscais teria um efeito estimulador

mais intenso sobre o investimento privado. Como se verá, essa mudança de estratégia revelou-se ineficaz para alavancar o investimento privado e contribuiu para a desaceleração das receitas do governo e deterioração dos resultados fiscais⁴². A política de desoneração tributária e incentivos financeiros e creditícios visava aumentar o fundo interno. Porém, os fundos são condição necessária, mas não suficientes, para o aumento do investimento. Um novo ciclo de investimentos requer política econômica que estimule, simultaneamente, os fundos de financiamento do investimento e convenções otimistas, isto é, as decisões de investimento, mas não foi isso que ocorreu.

As principais medidas de desoneração tributária foram criadas em 2011 com a implantação do Plano Brasil Maior, e ampliadas nos anos seguintes. Destacam-se as medidas de redução e prorrogação da redução do IPI para os setores de bens de capital, material de construção civil, veículos, linha branca, cesta básica e móveis; desoneração da folha de pagamentos; e concessão de créditos tributários para exportadores. Além das desonerações, a política econômica também contava com a concessão de crédito subsidiado, redução das tarifas de energia e um plano de concessões em infraestrutura, visando a maior participação do setor privado na promoção do crescimento econômico. Entre 2011 e 2014 os subsídios cresceram 23,8% e as desonerações instituídas 29,1%. Este cenário se reverteu com o ajuste conjuntural de 2015-2016, com os subsídios caindo 6,3% e 8,5%, enquanto as desonerações foram reduzidas em 3,6% e 22,3%, em 2015 e 2016, respectivamente (ORAIR; GOBETTI, 2017).

Orair e Gobetti (2017) mostram o elevado custo fiscal decorrente das medidas fiscais implantadas entre 2011-2014: as desonerações tributárias passaram de R\$ 43,9 bilhões, em 2010, para R\$ 122,0 bilhões, em 2014, e os subsídios se elevaram de R\$ 31,3 bilhões para R\$ 73,5 bilhões, no mesmo período. No total, o gasto tributário como proporção do PIB passou de 3,60% em 2010 para 4,45% em 2014. Em 2015 o gasto tributário se elevou para 4,62% do PIB, apesar da adoção de medidas de redução dos incentivos fiscais e

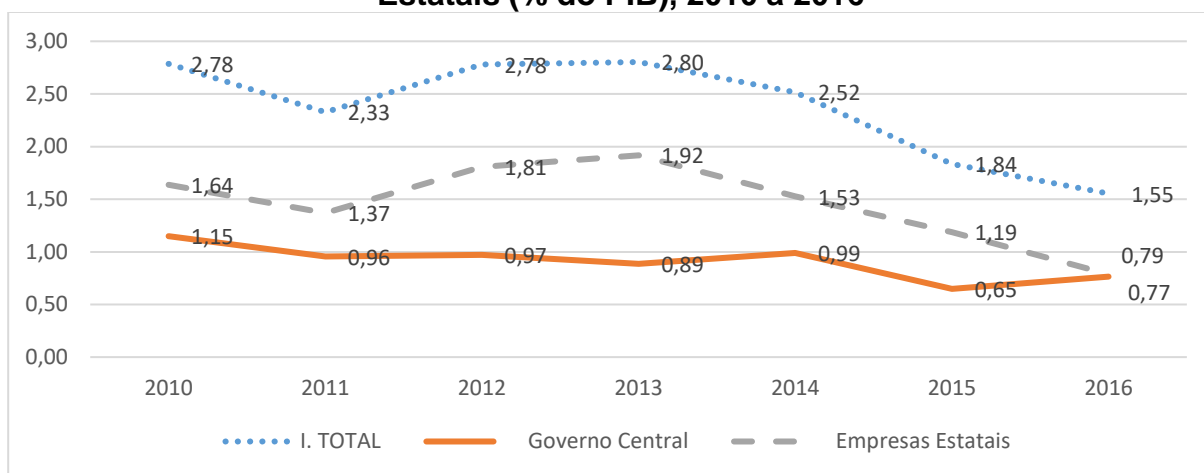
⁴² As estimativas sobre multiplicadores fiscais feitas por Orair, Gobetti e Siqueira (2016), confirmam este resultado, pois mostram que os multiplicadores associados aos subsídios são não significativos ou persistentes, enquanto os multiplicadores associados ao investimento público podem se mostrar bastante expressivos em períodos de forte recessão, podendo alcançar valores superiores a 1,5.

creditícios, as quais impactaram os resultados de 2016, quando o gasto tributário se reduziu para 4,32% do PIB (RECEITA FEDERAL, 2018).

Em relação ao investimento público, o Gráfico 20 mostra que não foi mantida a política de expansão contínua do investimento do governo central realizada entre 2004 e 2010. Implantou-se uma política de retração e expansão em anos alternados, a qual prejudicou a construção de expectativas favoráveis em relação à demanda agregada. Observa-se que em 2011 (0,96% ante 1,15% em 2010) e 2013 (0,89% ante 0,97% em 2012) o investimento do governo central caiu como proporção do PIB em relação aos anos anteriores. Enquanto que em 2012 (0,97%) e 2014 (0,99%) apresentou aumento. O aumento do investimento do governo central em 2014 esteve relacionado às obras de infraestrutura para a recepção de eventos internacionais (Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016), além de ser um ano de eleições. Já em 2015 e 2016, na busca pelo ajuste fiscal conjuntural, o governo reduziu os gastos com investimento, que apresentaram os menores níveis no período, representando 0,65% e 0,77% do PIB, respectivamente.

Por sua vez, o investimento das empresas estatais, apesar da redução em 2011 (1,37% do PIB ante 1,64% em 2010), se expandiu em 2012 (1,81% do PIB) e 2013 (1,92% do PIB), e apresentou queda expressiva em 2014 (1,53% do PIB). Tal queda esteve ligada, especialmente, à queda dos investimentos da Petrobrás, que vinham sendo significativos até então com a exploração do petróleo no pré-sal, e que foram reduzidos drasticamente em 2014 diante das investigações das denúncias de corrupção na empresa na Operação Lava Jato. Em 2015 e 2016 a queda dos investimentos das estatais se intensificou, chegando a 1,19% do PIB em 2015 e apenas 0,79% do PIB em 2016, o que sugere seu papel na explicação da brutal recessão observada na economia brasileira no biênio 2015-16.

Gráfico 20 – Investimento Público Federal, do Governo Central e das Empresas Estatais (% do PIB), 2010 a 2016



Fonte: Secretaria de Política Econômica – Ministério da Fazenda. Elaborado pela autora.

Como consequência, o investimento do governo federal caiu drasticamente no período, passando de 2,78% do PIB em 2010 para 1,55% do PIB em 2016. Em um cenário de desaceleração econômica, o governo central perdeu a oportunidade de utilizar os investimentos públicos de forma mais intensa como instrumento de política fiscal contracíclica e garantir um nível mínimo de demanda agregada que estimulasse convenções otimistas. A este baixo protagonismo do governo central na recuperação da dinâmica econômica brasileira, somam-se os impactos negativos da Operação Lava Jato, que junto à Petrobras, afetou duramente a cadeia de óleo e gás e a extensa lista de fornecedores da estatal e, em particular, as grandes empreiteiras do país. Estes foram, em muitos casos, impossibilitados judicialmente de participar de licitações junto ao governo e de acessar fontes de financiamento público, o que causou a interrupção de obras, aumento do desemprego, diminuição na arrecadação fiscal e aprofundamento do quadro recessivo do país.⁴³ O impacto da Lava Jato sobre o investimento agregado a partir de 2014 e sobre a recessão instalada em 2015-16 está destacado em Terra, Ferrari Filho e Resende (2018, p. 53),

⁴³ Paula e Moura (2019) mostram em números o impacto drástico da Lava-Jato nas cadeias de petróleo e gás e construção civil, como também o severo desmonte e descapitalização das maiores empreiteiras do país.

... ainda em 2014, outro fato, não decorrente de política econômica, mas relevante economicamente, se somou aos “erros do passado” para deteriorar as expectativas e estimular convenções pessimistas e a preferência pela liquidez, explicando, em alguma parte, o caráter abrupto e profundo da recessão do biênio 2015-2016: a operação Lava-Jato. Ela afetou diretamente a maior empresa do País, a Petrobras (que foi, sozinha, responsável por 8,9% do investimento agregado no Brasil em 2013 (LOURAL, 2016)), e grandes empreiteiras responsáveis por investimentos em infraestrutura. Assim, o investimento agregado teve um decréscimo real de 13,9% em 2015 e de 10,3% em 2016.”

O investimento do governo central esteve relacionado, predominantemente, ao lançamento da segunda fase do Programa de Aceleração do Crescimento - PAC 2, ainda em 2011, e que previa aumento dos investimentos, especialmente em infraestrutura (transporte, habitação, saneamento público, recursos hídricos, mobilidade urbana, entre outros). O anúncio de um plano de investimento público poderia contribuir, por meio da sinalização da manutenção de um nível mínimo de demanda agregada futura e de melhoria da infraestrutura, para incentivar convenções e expectativas otimistas que encorajassem os investimentos privados –

The Program had features of a Keynesian investment policy as it was a plan of public investments, previously announced to the public opinion, lasting for the medium term and could be used in a counter cyclical manner. (RESENDE; TERRA, 2017, p. 263).

Entretanto, como destacam Resende e Terra (2017), problemas econômicos, jurídicos e políticos prejudicaram a construção dessas convenções e o investimento privado não respondeu como esperado. Inicialmente, o governo lançou o PAC 2, com aumento dos investimentos públicos previstos, ao mesmo tempo que defendia uma política de obtenção de superávits primários, necessários para o pagamento de juros da dívida pública de cerca de 5% do PIB, e propunha a política de desonerações fiscais. Entretanto, a perda de receita, associada à desaceleração econômica iniciada em 2011 e à concessão de desonerações fiscais e subsídios financeiros, limitou o orçamento público e reduziu o espaço fiscal para a execução dos investimentos previstos. Ou seja, os recursos fiscais não eram suficientes para cumprir todos estes objetivos. De outro lado, falhas ligadas a um orçamento público engessado, à incapacidade de gestão do Estado, à institucionalidade e legislações vigentes no país impediram a execução de muitas das

obras do PAC, que pouco efeito teve para alavancar o investimento público entre 2011 e 2014 (RESENDE; TERRA, 2017). Por fim, o PAC 2 era lançado em 2011, visando promover o investimento público e, simultaneamente, o mesmo sofria cortes, inclusive investimentos das empresas estatais, naquele ano. O descasamento entre os objetivos da política fiscal, associado à incapacidade fiscal do governo em cumprir os compromissos assumidos, contribuiu para o desgaste das convenções. Este desgaste foi ainda reforçado no âmbito da política fiscal pelo uso de artifícios que causavam desconfiança: cite-se a chamada *operação quadrangular* (contabilidade criativa), ou o uso de recursos não recorrentes, como o refinanciamento de dívidas, além de comunicação inadequada à opinião pública, com o anúncio de metas irrealistas de expansão das receitas e de superávit primário (TERRA; FERRARI FILHO; RESENDE, 2018, p.52).

Em relação aos indicadores fiscais, o governo procurou dar continuidade à política de superávits primários e redução da relação dívida pública/PIB. Para tanto, fixou as metas de superávit primário em torno dos 3% do PIB entre 2011 e 2014 (2011: 3,0%; 2012: 3,1%; 2013: 3,2%; 2014: 3,1%), entretanto, em nenhum dos anos do Governo Dilma elas foram cumpridas. De acordo com BCB (2016), os superávits primários se reduziram como proporção do PIB a cada ano (2011: 2,94%; 2012: 2,18%; 2013: 1,72%), chegando a apresentar déficit em 2014 (-0,57%). Em 2015 e 2016, apesar da política de contenção de gastos implantada, o Governo Central apresentou déficit primário crescente, de 2% e de 2,6%, respectivamente (TESOURO NACIONAL, 2018).

Uma política de redução dos superávits primários não seria um problema, especialmente em um contexto de desaceleração econômica, desde que direcionada para a utilização de instrumentos que dinamizassem o multiplicador dos gastos. O problema neste caso foi que além do descumprimento das metas e seu impacto negativo sobre as convenções, os instrumentos utilizados nessa aparente expansão fiscal não surtiram os resultados esperados sobre o investimento privado e a demanda agregada. Essa situação foi ainda agravada pela utilização por parte do governo da contabilidade criativa e das manobras fiscais, sinalizando para o público o descontrole e a falta de transparência na condução

da política fiscal. Isto é, não basta estimular o fundo interno por meio, por exemplo, de isenções tributárias. É necessário, também, o estímulo à convenção otimista.

Em 2015 a política fiscal passou a ser estruturada no estilo denominado pela literatura como “contração expansionista”, tanto na busca do ajuste fiscal conjuntural quanto na proposição do Novo Regime Fiscal (NRF), centrado na “PEC do Teto”, promulgado em fins de 2016. Entretanto o contingenciamento dos gastos resultantes de tais políticas não foi suficiente para conter a expansão do déficit primário que resultou, especialmente, da queda expressiva da receita devido à grave recessão então observada, associada, em parte, à contenção das despesas públicas.

Gobetti e Orair (2017) fizeram um trabalho de depuração e reconstrução das estatísticas fiscais “acima da linha” de modo a expurgar os efeitos das medidas não recorrentes, como a contabilidade criativa e as pedaladas fiscais. Com o ajuste, os resultados primários encontrados para o Governo Geral foram ainda menores que os divulgados pelas estatísticas oficiais. Nos anos de 2011 a 2015, equivaleram como proporção do PIB a 2,6%, 1,6%, 1,3%, -1% e -1,3%, respectivamente.

A recomendação keynesiana para momentos de recessão é uma atuação ativa do governo, especialmente através do seu orçamento de capital direcionado para investimentos públicos, prioritariamente em infraestrutura, de modo a garantir um mínimo de demanda efetiva, redução de custos e a sustentação de convenções otimistas. Como argumentam Terra, Ferrari Filho e Resende (2018, p.54),

Embora a austeridade de gastos públicos pudesse até fazer com que convenções de reorganização fiscal surgissem, ela dificilmente faria com que convenções de expansão da dinâmica econômica prevalecessem. Ainda assim, a tese de que a austeridade fiscal estimularia convenções otimistas sobre o ajuste das contas públicas é questionável, uma vez que ao contribuir para a contração da demanda efetiva e, portanto, do PIB, o corte de gastos públicos em cenário de recessão econômica levaria à queda da arrecadação do Governo. Novamente, a política fiscal adotada foi pró-cíclica, o que estimulou convenções negativas sobre o desajuste fiscal e a capacidade do governo federal de promover a superação da recessão que se aprofundava ao longo de 2015.

A análise das taxas de crescimento real da receita e dos componentes das despesas do Governo Central, especialmente quando comparada com períodos anteriores, mostra

que o aparente expansionismo fiscal do período 2011-2014 esteve menos relacionado ao aumento dos gastos e mais à queda das receitas. A Tabela 17 mostra que entre 2011 e 2014 a receita cresceu apenas 1,2% a.a, enquanto que este crescimento foi de 4,5% a.a entre 2005 e 2010. Já a despesa primária cresceu 3,5% a.a entre 2011-2014, resultado inferior aos 6,1% a.a. apresentado no período 2005-2010. Nos anos de 2015 e 2016, a profunda recessão econômica atravessada pelo país contribuiu para quedas da receita, de -5,9% e -2,1%, respectivamente. Já as despesas primárias caíram -2,9% em 2015 e cresceram 4,6% em 2016.

Tabela 17 – Crescimento das receitas e das despesas primárias do governo central por períodos selecionados: taxa real de crescimento a.a.¹ (em %)

	2005-2010	2011-2014	2015	2016
Receita	4.5	1.2	-5.9	-2.1
Despesa primária	6.1	3.5	-2.9	4.6
Pessoal e encargos	4.3	-0.7	1.9	-2.7
Benefícios sociais	5.8	4.1	0.4	7
Benefícios previdenciários	4.6	3.4	2.5	7.5
LOAS/RMV	11.7	6	2.2	6.3
Abono e seguro desemprego	12.5	6.1	-14.2	8.9
Bolsa família	8.4	9.2	-6.3	-3.8
Subsídios	13.2	23.8	-6.3	-8.5
Custeio e capital	8.2	2.9	-12.5	10.5
Investimentos	21.2	-1.4	-36.7	13.5
Demais	5.2	4.3	-5.6	9.9
Memo: desonerações instituídas	n.d.	29.1	-3.6	-22.3

Fonte: Dados de Orair e Gobetti (2017). Tabela elaborada pela autora.

Nota: ¹ Valores convertidos pelo deflator implícito do PIB.

O que os dados mostram é que a tese de que a deterioração dos indicadores fiscais a partir de 2011 está relacionada ao aumento dos gastos é, no mínimo, questionável. A despesa primária cresceu relativamente menos no período 2011-14 quando comparada com o período anterior, ainda que parcela considerável das despesas tenha mantido o ritmo de expansão acima do crescimento do PIB, especialmente as relacionadas aos benefícios sociais. Soma-se a isso o crescimento significativo das despesas com subsídios, que equivaleram a 23,8% entre 2011 e 2014. Pelo lado das receitas, a queda apresentada nas taxas de crescimento pode ser explicada pela desaceleração

econômica e pelo expressivo aumento das desonerações fiscais, que equivaleram a 0,29% do PIB no mesmo período.

Em relação à dívida pública líquida, que reduziu de 59,9% do PIB em 2002 para 30,5% do PIB em 2013, apresentou deterioração expressiva a partir de 2014, chegando a 46,2% do PIB em 2016 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018-a). As despesas crescentes associadas à queda das receitas explicam a trajetória deste indicador. Cabe destacar o crescimento das despesas financeiras do setor público, que passaram de 5,7% do PIB em 2011 para 6,5% do PIB em 2016, tendo alcançado 8,4% do PIB em 2015 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018-b), o qual esteve relacionado à elevação da taxa básica de juros e ao crescente endividamento público no período.

A política fiscal adotada no primeiro Governo Dilma foi inadequada ao cenário de incerteza do período 2011-14, que necessitava de uma postura mais ativa do governo, que garantisse um nível mínimo de demanda agregada. A exacerbação da incerteza iniciou-se em 2011 com a desaceleração das exportações e a crise da Zona do Euro e, no plano interno, o aumento do endividamento das empresas e famílias. Em um cenário de incerteza crescente em relação ao futuro, a concessão de desonerações fiscais e subsídios financeiros foi instrumento inadequado, diante das expectativas pessimistas em relação à demanda futura. Além disso, a política de desonerações foi implantada de forma confusa, com falta de planejamento e estratégia e guiada pelo *lobby*, o que prejudicou a formação de convenções otimistas (RESENDE; TERRA, 2017).

Em 2015 e 2016, o governo assumiu postura ainda mais conservadora em relação à condução da Política Fiscal, reduzindo as desonerações e subsídios e também os investimentos públicos. Se de um lado o corte das desonerações e subsídios pode ser considerado uma medida acertada, especialmente para a recomposição de parte das receitas, o corte ainda maior nos investimentos públicos, em um momento de recessão e contração da demanda, revelou, mais uma vez, que o governo perdeu o momento de atuar de forma ativa na recuperação da dinâmica econômica brasileira. E mais ainda, pode ter contribuído para agravar a recessão, especialmente quando aprovou o NRF, sinalizando a intenção de reduzir a participação do Estado na economia, consolidando

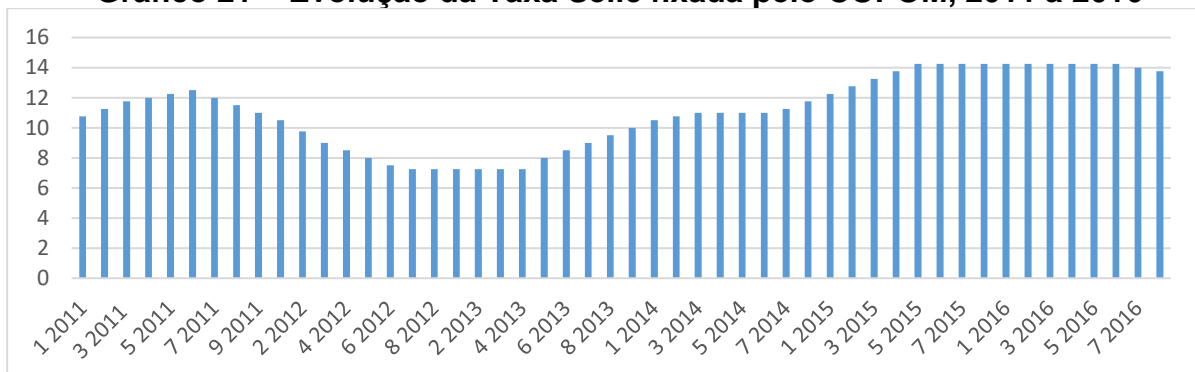
assim a compressão dos investimentos públicos e impactando negativamente a formação de convenções otimistas em relação ao futuro da economia brasileira.

4.2.2 Política Monetária

Em 2011 o Governo Dilma deu continuidade à política de metas de inflação. Iniciou seu governo promovendo aumento da taxa Selic e sancionando as medidas macroprudenciais do final de 2010, que inibiram o aumento do crédito ao consumo – as medidas macroprudenciais e o aumento da Selic levaram ao crescimento dos juros e dos *spreads* de crédito ao consumidor final, como também à diminuição dos prazos dos empréstimos para o consumidor.⁴⁴

Em meados de 2011 a política monetária deu uma guinada, provocando uma queda expressiva da taxa Selic, que passou de 12,5% em julho de 2011 para 7,25% em outubro de 2012, a menor taxa em décadas. A taxa Selic permaneceu neste patamar até abril de 2013, quando iniciou novo ciclo de alta, alcançando 11,75% em dezembro de 2014. A trajetória de alta da taxa de juros se estendeu até julho de 2015, quando alcançou 14,25%, se mantendo neste nível até outubro de 2016. A partir de então voltou a cair, fechando o ano de 2016 em 13,75% (GRÁFICO 21).

⁴⁴ Sobre este ponto, ver Serrano e Suma (2015, p. 19-20). Os autores avaliam que houve um forte choque negativo de demanda em 2011: queda do investimento público em paralelo com ausência de aumento real do salário mínimo, aumento da Selic, medidas macroprudenciais e desvalorização cambial a partir de setembro de 2011 mitigaram a renda real das famílias, o crédito ao consumo, e o crescimento do investimento privado e agregado.

Gráfico 21 – Evolução da Taxa Selic fixada pelo COPOM, 2011 a 2016

Fonte: Dados do Banco Central do Brasil. Gráfico elaborado pela autora.

Neste período, a inflação, apesar das crescentes pressões inflacionárias, se manteve dentro da meta de 4,5% com intervalo de tolerância de 2 p.p., com exceção de 2015, quando o IPCA atingiu 10,67% (TABELA 18).

Tabela 18: Metas de inflação e IPCA – 2011 a 2016

Ano	IPCA	Metas de inflação	Banda (p.p)
2011	6,50	4,5	2
2012	5,84	4,5	2
2013	5,91	4,5	2
2014	6,41	4,5	2
2015	10,67	4,5	2
2016	6,29	4,5	2

Fonte: Banco Central do Brasil Dados do Banco Central do Brasil. Tabela elaborada pela autora.

Na tentativa de controlar a inflação, sem precisar recorrer a aumentos significativos da taxa de juros, o governo recorreu a medidas macroprudenciais e instrumentos microeconômicos, como a intervenção (congelamento) nos preços administrados, especialmente, petróleo e energia, além de excluir alguns produtos do índice de inflação para suavizar sua tendência. Ainda assim, as expectativas de elevação da inflação pressionaram o Banco Central a aumentar a taxa Selic a partir de abril de 2013. A política de manutenção dos preços administrados se manteve até o início de 2015, quando ocorreu um forte reajuste e maxidesvalorização cambial, o que levou a elevações sucessivas da taxa de juros.

A taxa de juros é, conforme tratado por Keynes no Capítulo 15 da TG, um fenômeno convencional que resulta do equilíbrio entre oferta e demanda por moeda, que por sua vez, resulta das ações da autoridade monetária em relação à oferta de moeda e das expectativas dos agentes no mercado financeiro. Como se sabe, um dos principais instrumentos de controle da oferta monetária, e conseqüentemente, da taxa de juros, por parte do Banco Central, são as operações de mercado aberto. Grosso modo, o Banco Central determina as taxas de juros de curto prazo e atua no mercado de títulos para manter a taxa estabelecida.

Especificamente, para bancar a expressiva queda da taxa de juros entre 2011 e 2012, e sua manutenção em um baixo patamar até abril de 2013, o BC atuou comprando títulos e aumentando a liquidez do sistema financeiro. Esperava-se que o sistema financeiro utilizasse essa liquidez para comprar títulos de médio e longo prazo, validando assim as expectativas de manutenção das taxas de juros em níveis mais baixos. Entretanto, as expectativas crescentes de aumento da inflação, decorrentes da desvalorização cambial e também da maior sensibilidade dos agentes às variações dos preços (característica resultante do período de alta inflação dos anos 1980 e início da década seguinte), levaram os agentes a esperarem um aumento da taxa de juros. Isso fez com que a maior liquidez do sistema financeiro não fosse direcionada para a compra dos títulos de médio e longo prazo, fazendo descolar a taxa de juros no mercado futuro em relação à Selic e reforçando as pressões inflacionárias e levando à necessidade de forte aumento da meta Selic a partir de 2013.

A tentativa do governo de conter a inflação via instrumentos microeconômicos não foi suficiente para convencer o mercado, que esperava que o governo sinalizasse maior comprometimento com as metas de inflação através do aumento da taxa de juros. Neste sentido, um pequeno aumento da taxa de juros quando as pressões inflacionárias se mostraram mais fortes, poderia ter evitado sua maior expansão a partir de 2013.

Em relação aos canais de transmissão da política monetária, ainda que a taxa de juros tenha apresentado uma trajetória de queda mais acentuada até 2013, este foi um período muito curto para se observarem mudanças significativas em relação ao período anterior.

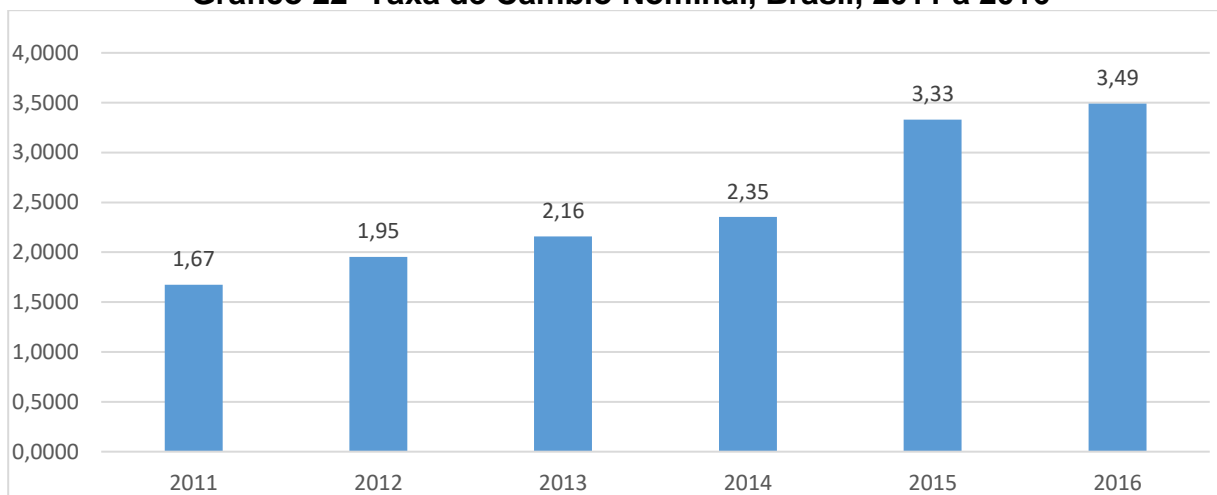
As altas taxas de juros praticadas no Brasil tornaram os canais de transmissão da política monetária pouco funcionais para o crescimento econômico, tanto por proporcionarem alternativas de alocação de ativos mais rentáveis e seguras do que os projetos de investimento (títulos públicos, por exemplo), como por elevarem os custos destes projetos.

No que se refere ao canal do câmbio, a desvalorização cambial que ocorreu, resultante de uma combinação de redução da taxa de juros, queda dos preços das commodities, reversão dos fluxos de capitais externos para o país e operação com swaps cambiais reversos, se tornou mais uma fonte de pressão inflacionária.

Em suma, em um regime de metas de inflação como o brasileiro, as pressões inflacionárias são acompanhadas por expectativas de elevação da taxa de juros, as quais são reforçadas por convenções que temem a inflação. Entretanto o aumento da taxa de juros não tem sido um mecanismo eficiente para combater a inflação, pois ela tem resultado, em grande parte, de choques de custo. Como as medidas adotadas pelo governo para controlar a inflação não tiveram o efeito esperado, as convenções continuaram esperando aumentos das taxas de juros. As altas taxas de juros, como já visto, restringiram o investimento privado e deterioraram as contas públicas, o que em um contexto de corte dos investimentos públicos, contribuiu ainda mais para o agravamento da recessão vivida pelo país em 2015 e 2016.

4.2.3 Política Cambial

O período 2011-16 iniciou com uma mudança na condução da política macroeconômica, que passou a ter como objetivo adicional ao controle da inflação, a recuperação da competitividade da economia brasileira. A política cambial buscou a depreciação da taxa de câmbio nominal e real, o que de fato ocorreu durante o governo Dilma (2011 a 2014) e se estendeu aos anos de 2015 e 2016 (GRÁFICO 22).

Gráfico 22- Taxa de Câmbio Nominal, Brasil, 2011 a 2016

Fonte: Ipeadata. Nota: Taxa de câmbio R\$/US\$, comercial, venda.

Até meados de 2011 houve um grande ingresso de fluxos financeiros no país, atraídos, principalmente, pelas altas taxas de juros praticadas. A partir de meados de 2011 a autoridade monetária adotou uma política de promoção da queda da taxa de juros, que associada à crise na área do Euro e à queda no preço das commodities, contribuiu para a redução do fluxo de capitais para o país e assim para uma depreciação cambial. Também adotou uma política cambial mais ativa, com medidas que visaram a contenção do fluxo de capitais e a reversão da tendência de apreciação apresentada pela taxa de câmbio até então. Destacam-se o acúmulo de reservas internacionais, as intervenções nos mercados à vista e futuro de câmbio, a ampliação das operações com swaps cambiais, e o controle de capitais através da regulação.

Em relação aos impactos da adoção de tais medidas, o acúmulo de reservas, que se intensificou no período, passando de US\$ 288.575 milhões em 2010 para US\$ 363.016 milhões em 2014 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018a), continuou tendo impactos significativos sobre as contas públicas com a elevação dos custos de manutenção das reservas. As operações no mercado futuro, especialmente através das swaps cambiais, que se intensificaram entre 2013 e 2014, também oneraram as conta públicas no período. De outro lado, a depreciação da taxa de câmbio real observada foi insuficiente para compensar a apreciação verificada no período anterior, além de serem as exportações brasileiras preço-inelásticas (SERRANO; SUMMA, 2015). Dessa forma, assim como no

período anterior, foram emitidos sinais contraditórios para os agentes em relação à condução da política econômica, visto que um dos objetivos no campo fiscal era a obtenção de um maior equilíbrio das contas públicas, enquanto a política cambial não foi capaz de restabelecer a competitividade perdida pela apreciação cambial do período anterior e, simultaneamente, implicou maiores custos fiscais. Além disso, ao mesmo tempo em que o governo atuou para desvalorizar o câmbio, contraiu os investimentos públicos em 2011 e 2013, emitindo sinais contraditórios: não adianta estimular a ampliação dos *mark ups* por meio da depreciação cambial e desonerações tributárias se na ausência de demanda o investimento privado não reage (SERRANO; SUMMA, 2015).

No que se refere ao controle de capitais, o governo optou pela regulação dos fluxos de capitais e dos derivativos cambiais. Entretanto, fez isso de forma pouco articulada e sem planejamento, contribuindo ainda mais para a construção de convenções pessimistas e perda de confiança na política cambial. Como exemplo, entre 2011 e 2012, o governo implementou imposto sobre o fluxo de capitais de curto prazo (IOF sobre posições vendidas no mercado de câmbio), em seguida aumentou este imposto e depois o eliminou, tudo isso no curto período compreendido entre 2011 e 2012 (BASTOS; FONTES, 2014; RESENDE; TERRA, 2017).

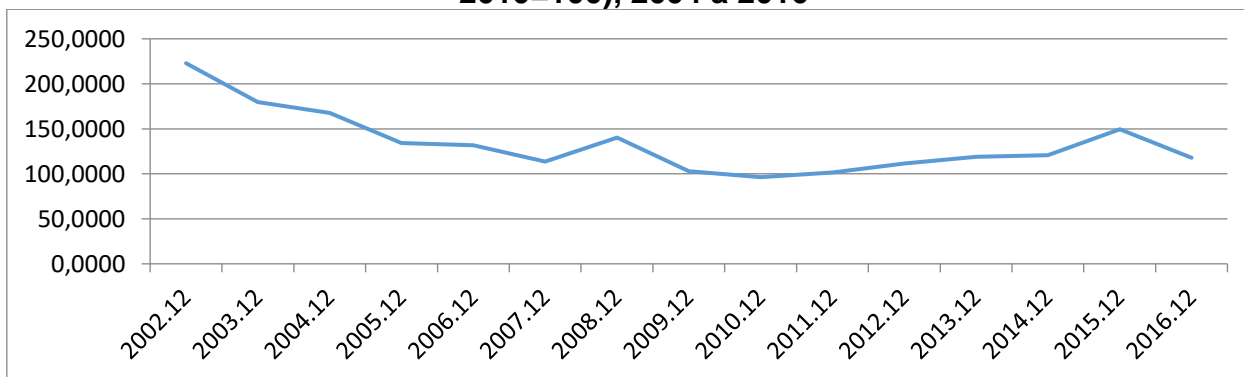
A contribuição da taxa de juros para a desvalorização cambial foi limitada no período, pois, como visto, mesmo que tenha se reduzido, ainda permaneceu entre as mais altas do mundo. Além disso, voltou a apresentar trajetória de alta em 2013, ampliando ainda mais o diferencial entre os juros interno e externo. Assim garantiu a alta rentabilidade dos investimentos financeiros, impulsionando o fluxo de capitais para o Brasil, especialmente em momentos caracterizados pela baixa taxa de juros nas economias avançadas e com baixa aversão ao risco nos mercados financeiros. A este respeito, observou-se neste período uma alta volatilidade nos mercados financeiros internacionais, que respondiam às medidas adotadas pelas autoridades monetárias dos países avançados para fazer frente à crise do Euro. Como as medidas mudaram ao longo do período, estas respostas resultaram em períodos de melhoria, com respostas positivas em relação às medidas adotadas, e de retrocesso, que refletiram a insuficiência das alternativas (PRATES,

2015). Este fato fortaleceu a necessidade de medidas para controlar o fluxo de capitais para o país, de modo a reduzir a volatilidade cambial, que é particularmente nociva para o Brasil, com alto *pass-through* entre a taxa de câmbio e a inflação. Como afirma Rossi,

As medidas regulatórias instituídas sobre o mercado de derivativos e o mercado interbancário reduziram a especulação pela apreciação do real e permitiram ao banco central o manejo da taxa de câmbio com intervenções (vendas e compras) e swaps (tradicionais e reversos), que mostraram impacto mais efetivo na formação da taxa de câmbio e na dissuasão do mercado financeiro em suas empreitadas especulativas. Nesse curto período, o real se desgarrou do ciclo de liquidez e deixou de estar correlacionado com outras moedas, com o índice de *commodities* e com outras variáveis financeiras. (ROSSI, 2015, p. 723-724).

No primeiro ano do segundo governo Dilma e após o seu *impeachment*, a autoridade monetária passou a praticar uma política cambial menos atuante, especialmente quando sinalizou ao mercado o fim do programa de leilões de swaps. Essa nova postura reforçou o processo de desvalorização da moeda brasileira, especialmente a partir do segundo semestre de 2014. Além disso, depois do aparato regulatório que conteve a especulação pela apreciação da moeda brasileira, o circuito especulação-arbitragem passou a atuar no sentido da depreciação do real, estruturado a partir das posições compradas em dólar futuro (ROSSI, 2015). Ainda assim, a taxa de câmbio real permaneceu apreciada ao longo de todo o período 2011-16, pois a desvalorização cambial foi insuficiente para compensar a longa apreciação do período anterior (GRÁFICO 23).

Gráfico 23 – Taxa de Câmbio Efetiva Real (INPC – exportações- índice – média 2010=100), 2004 a 2016



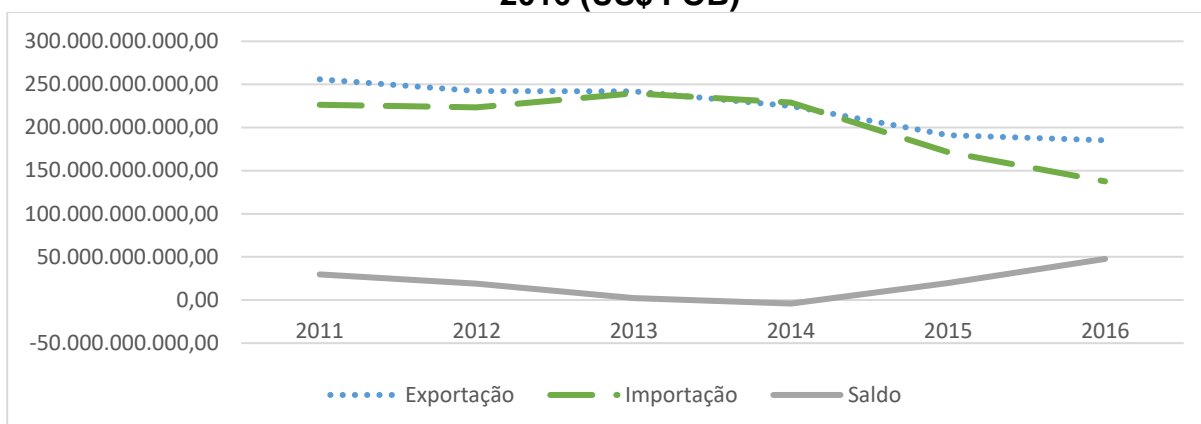
Fonte: Ipeadata (2018).

Desse modo, a política cambial praticada no período foi insuficiente para restabelecer a competitividade da economia brasileira. Especificamente, como visto no período anterior, a apreciação cambial inibiu os investimentos da indústria de transformação ao comprimir seus lucros, restringindo o crescimento no longo prazo, visto que esta indústria é a principal responsável pelo progresso tecnológico e pelos ganhos de produtividade de toda a economia (GALA, 2008; BRESSER-PEREIRA; OREIRO; MARCONI, 2015; RESENDE; TERRA, 2017).

A desaceleração da economia mundial contribuiu para uma queda expressiva das exportações brasileiras – o valor exportado total se reduziu continuamente entre 2011 e 2016 - e a desvalorização da taxa de câmbio foi insuficiente para melhorar a competitividade da indústria nacional e promover sua maior inserção no cenário externo, apesar de este quadro ter começado a apresentar um sinal de reversão a partir de 2015 – pelo lado das importações, a depreciação cambial, ao encarecê-las, ajudava na preservação das parcelas de mercado doméstico das empresas em território nacional, mas não era eficiente em alavancar exportações, porque no Brasil elas são preço-inelásticas, mais dependentes da renda mundial. As exportações da indústria de transformação voltaram a crescer a partir de 2015, melhorando o desempenho da balança comercial. A desaceleração do mercado interno, especialmente a partir de 2015, contribuiu, por sua vez, para a queda das importações (GRÁFICOS 24 e 25).

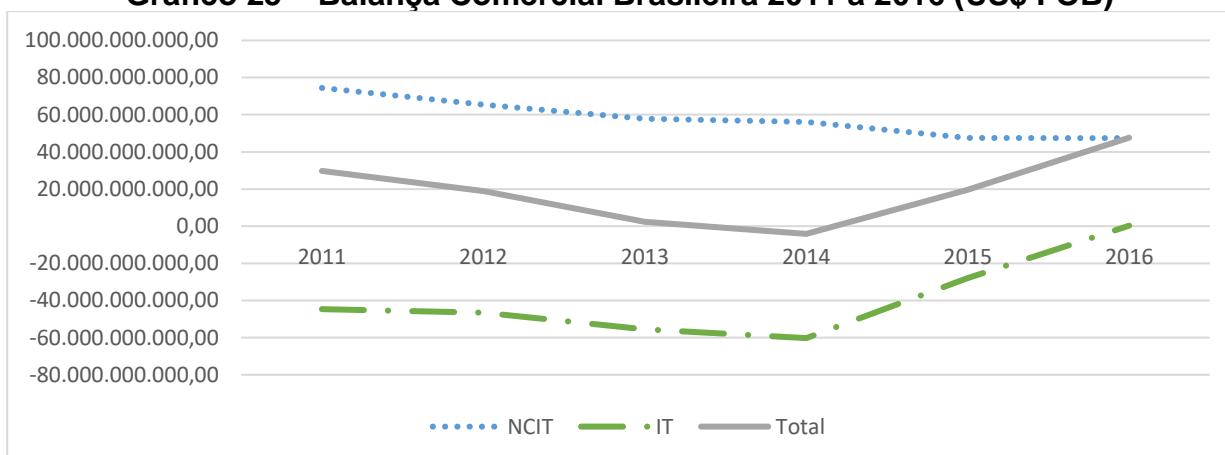
No que diz respeito ao saldo em transações correntes, este passou de um déficit de 2,9% do PIB em 2011 para 4,2% em 2014, mostrando recuperação nos anos seguintes quando caiu para 1,3% em 2016 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

Gráfico 24 – Evolução das exportações e importações brasileiras entre 2011 e 2016 (US\$ FOB)



Fonte: MDIC: Secretaria de Comércio Exterior.

Gráfico 25 – Balança Comercial Brasileira 2011 a 2016 (US\$ FOB)



Fonte: MDIC: Secretaria de Comércio Exterior.

Nota: NCIT = Não classificado na indústria de transformação, IT = Indústria de transformação.

Em suma, além dos sinais contraditórios emitidos pela política cambial, por meio da instabilidade na adoção de medidas de controle de capitais e operações com swaps cambiais, como também da pressão sobre as contas públicas decorrente do custo de manutenção das reservas crescentes e das operações com swaps, o câmbio real em patamar ainda apreciado não contribuiu para a retomada da economia brasileira. De outro lado, desonerações fiscais foram concedidas e o investimento público foi contraído em 2011 e 2013, mas de pouco adiantou a depreciação cambial do período para fomentar o investimento privado e o crescimento, visto que tais medidas não estimularam a demanda.

Assim como no período anterior, a política cambial não esteve alinhada com as políticas fiscal, social e creditícia, confundindo a formação das expectativas e convenções por parte dos agentes. Em relação à política monetária e ao sistema de metas de inflação, o câmbio foi de certa maneira “liberado” de ser o protagonista na função de manter a inflação dentro da meta, papel que passou a ser desempenhado pelo congelamento dos preços administrados até 2015. Este quadro, mais uma vez, impôs um limite máximo para o investimento privado e assim para o crescimento de longo prazo da economia brasileira.

4.2.4 O papel da política econômica no miniciclo 2011-2016

A acomodação das inconsistências ente as políticas macroeconômicas, propiciada pela capacidade ociosa da economia, entre 2004 e 2010, não estaria mais presente no governo Dilma devido aos sinais de esgotamento da capacidade ociosa, em particular o aquecimento do mercado de trabalho, onde a taxa de desemprego atingiu 6% em 2011 (IBGE, 2016). Neste cenário, as políticas de estímulo ao consumo levariam, cada vez mais, ao aumento da pressão inflacionária e dos déficits em transações correntes. Entretanto, o ritmo de crescimento da economia do período 2004-2010 caiu a partir de 2011.

Três fatores levaram à desaceleração econômica do período 2011-2014: i) a desaceleração da economia mundial e a queda dos preços das *commodities* entre 2011 e 2014, no âmbito da crise do Euro; ii) dinamismo do mercado interno: queda do investimento público como proporção do PIB em 2011 e 2014, em paralelo ao seu pequeno aumento em 2012 e 2013, impactos na demanda agregada dos aumentos da Selic a partir de 2013, além do arrefecimento do crescimento do consumo doméstico devido à desvalorização cambial do período e fim da condição de sustentabilidade de ampliação do crédito ao consumo; e, iii) a contradição e inconsistência das políticas fiscal, cambial e monetária, que impactaram negativamente as convenções dos agentes. Um quarto fator ocorreu em 2014, reforçando os três anteriores: a operação Lava Jato, que travou os investimentos da Petrobrás e de grandes empreiteiras ligadas ao setor de infraestrutura, além de estimular a incerteza sobre o por vir.

Para Carvalho (2018, p. 81-83), a principal explicação para a desaceleração da economia naquele período foi a queda do investimento público:

O ajuste fiscal do primeiro ano do governo Dilma atua como um verdadeiro freio de mão para a economia. Um dos motores do crescimento do período anterior, os investimentos do governo central caíram 19,6% em 2011, já descontando a inflação. Já os do setor público como um todo (...) caíram 13,4% (...) Mas, mesmo após o fim do ajuste fiscal de 2011, os investimentos públicos não voltaram a assumir o papel de pilar do crescimento econômico. Ao final do primeiro mandato de Dilma, em 2014, os investimentos do governo central eram 1,4% menores, em termos reais, do que no fim de 2010 (...) Quando comparamos o crescimento médio anual de todos os investimentos do setor público (...) vemos que houve queda de 1% ao ano entre 2010 e 2014, frente a uma expansão de 17% ao ano entre 2006 e 2010.

Carvalho (2018) ainda cita Gobetti e Orair (2017), que estimaram o resultado primário estrutural do governo e mostraram que a política fiscal foi contracionista em 2011, porém, expansionista entre 2012 e 2014. Ou seja, no contexto de expansão fiscal, ainda que decorrente, em parte, das desonerações fiscais e subsídios, a desaceleração da economia brasileira entre 2011 e 2014 seria primordialmente explicada pela queda do investimento público, segundo Carvalho (2018). Contudo, o investimento público é relevante enquanto instrumento de estímulo ao crescimento porque faz parte do investimento agregado e, talvez mais importante, porque estimula o investimento privado por meio do efeito *crowding in*. Cabe, então, perguntar o que houve com o investimento agregado no período. A taxa de investimento agregado cresceu continuamente entre 2009 e 2013, passando de 19,1% para 20,9% do PIB (TABELA 19). Visto que o PIB cresceu em média 2,97% ao ano entre 2011 e 2013, o investimento agregado cresceu bem mais do que sua taxa, naquele período. A taxa de investimento agregado só foi cair em 2014, e nos anos seguintes.

Portanto, é insuficiente a explicação de que a queda do investimento público foi a causa da desaceleração econômica entre 2011 e 2014. A ela deve se somarem as inconsistências e contradições da política econômica, em particular das políticas fiscal, cambial e monetária, a deterioração do cenário externo após 2010 (desempenho das exportações) e o esgotamento do processo de aumento do crédito, dado o elevado nível de endividamento alcançado por firmas e famílias e o elevado diferencial entre a taxa de

crescimento da renda disponível das famílias e a taxa de juros. Este quadro levou ao desgaste de convenções otimistas e estimulou a preferência pela liquidez dos agentes, levando à queda do ritmo da produção agregada, reduzindo o desempenho das taxas de crescimento da economia entre 2011 e 2014 (TABELA 19). Com efeito, o crescimento econômico nos anos 2011 e 2013 foi de 4% e 3%, respectivamente, valores abaixo, porém, próximos, da taxa média de crescimento anual de 4,5% observada entre 2004 e 2010. Em 2012 a economia cresceu 1,9%. Foi a partir de 2014 que seu crescimento desabou, sendo de 0,5% naquele ano e -3,5% em 2015 e em 2016. Ou seja, o que se verificou entre 2011 e 2013 foi uma desaceleração da taxa média anual de crescimento da economia, associada à deterioração do cenário externo e do investimento público, ao esgotamento da ampliação do endividamento de famílias e firmas, ao aumento da Selic a partir de 2013 e ao desgaste de convenções otimistas, decorrente das inconsistências da política econômica.

Tabela 19 – Formação bruta de capital fixo, valores correntes e constantes, e taxas de investimento e de crescimento – 2006/2015

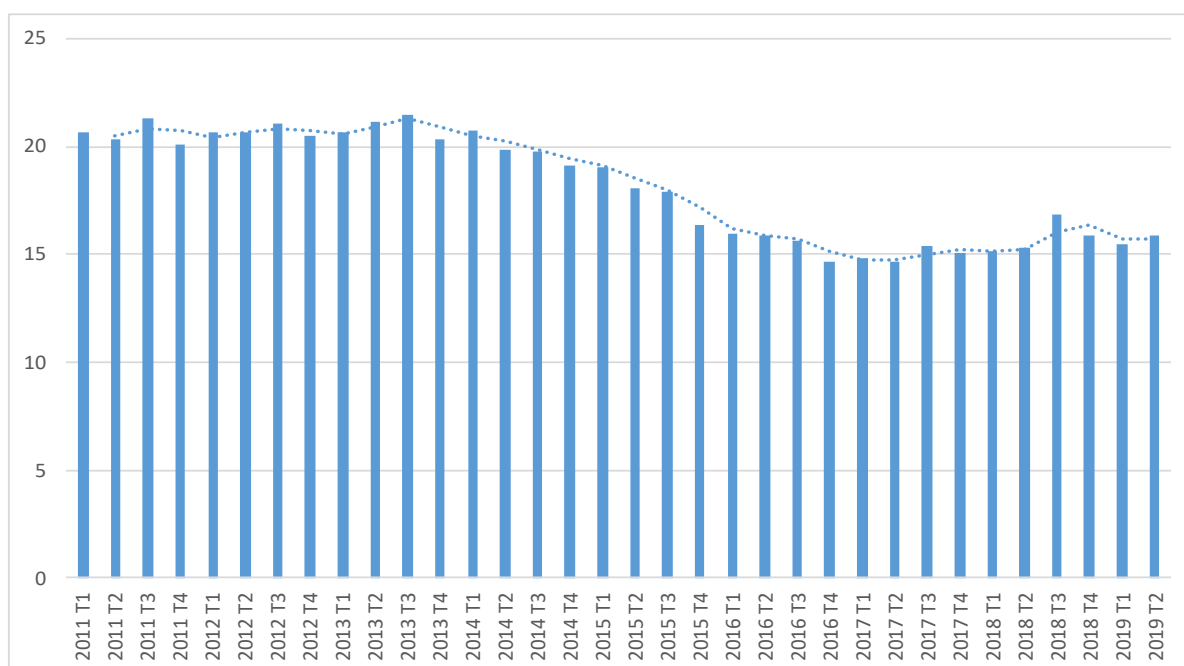
Ano	Formação bruta de capital fixo (1 000 000 RS)			Formação Bruta de Capital Fixo (% do PIB)	Crescimento da Economia
	Preços do ano anterior	Valores correntes	Varição em volume (%)		
2006	394.878	414.674	6,7	17,2	4,0
2007	464.237	489.532	12,0	18,0	6,1
2008	549.681	602.846	12,3	19,4	5,1
2009	589.982	636.676	2,1	19,1	-0,1
2010	750.347	797.946	17,9	20,5	7,5
2011	852.478	901.927	6,8	20,6	4,0
2012	908.951	997.46	0,8	20,7	1,9
2013	1.055.584	1.114.944	5,8	20,9	3,0
2014	1.067.848	1.148.453	4,2	19,9	0,5
2015	988.284	1.069.397	13,9	17,8	-3,5

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

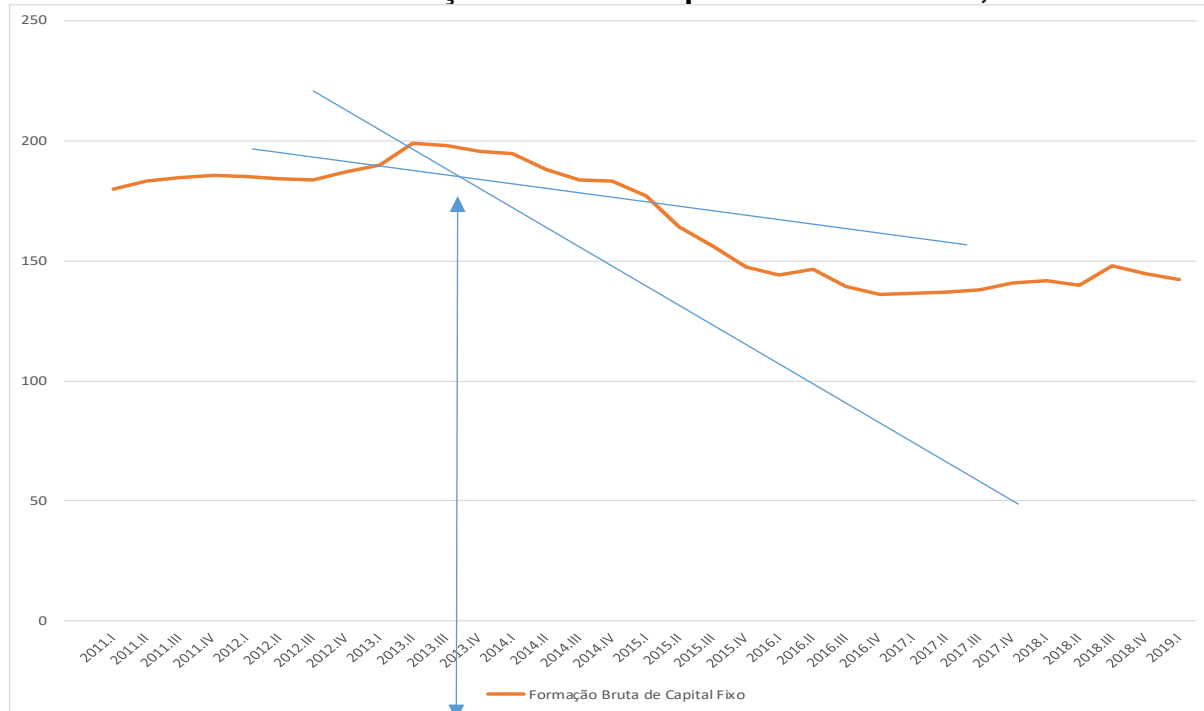
O que teria ocorrido em 2014, além dos fatores acima apontados, para essa queda forte da taxa de crescimento da economia, e, também, em 2015 e 2016, para resultar na profunda recessão em que a economia brasileira mergulhou naquele biênio? O ano de

2014 foi de eleições em cenário político conturbado e foi, também, quando eclodiram as delações premiadas da Lava-Jato e a consequente paralização dos investimentos da Petrobrás e de grandes empreiteiras do país. A taxa de investimento trimestral apresentou leve queda no quarto trimestre de 2013, mas inicia queda contínua a partir do segundo trimestre de 2014. Isto é, a taxa de investimento trimestral entra em colapso exatamente quando se inicia a fase ostensiva da Lava-Jato, que segundo MPF (2018) se deu em março de 2014 (GRÁFICOS 26 e 27).

Gráfico 26 – Taxa de Investimento Trimestral, preços correntes – 2011.1 – 2019.2



Fonte: IBGE, Ipeadata.

Gráfico 27 – Índice da Formação Bruta de Capital Fixo trimestral, 2011.1 - 2019.1

Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais.

Com efeito, segundo Paula e Moura (2019), os principais impactos da Lava Jato se concentraram nas cadeias produtivas de petróleo e gás e de construção civil. Nesta última, a perda de postos de trabalho entre 2014 e 2016 representou 21,8% da perda total de postos da população ocupada, equivalendo a 1.115.223 postos. Além disso, muitas empreiteiras precisaram se desfazer de muitos de seus ativos para grupos estrangeiros. Já no setor de petróleo, a Petrobrás reduziu o investimento em quase 70% entre 2013 e 2017, quando passou de US\$ 48,8 bilhões para US\$ 15,1 bilhões. No mercado de trabalho, entre 2013 e 2016 a cadeia produtiva direta do Sistema Petrobrás perdeu cerca de 260 mil postos de trabalho formais e informais. Diante destes dados, os autores concluem que o

... segmento de petróleo e gás foi a ponta de lança do processo de desestruturação econômica e desmonte da engenharia e infraestrutura do Brasil, acentuando inclusive uma tendência grave de desnacionalização das atividades produtivas do país em curso desde o pós-Plano Real. (PAULA; MOURA, 2019).

Este quadro impulsionou a preferência pela liquidez no âmbito de convenções negativas dos agentes, o que reforçou a queda do investimento agregado iniciada com os segmentos envolvidos na Lava Jato (Petrobrás e grandes empreiteiras), levando à forte queda da taxa de crescimento da economia. A queda dos preços das commodities em 2015 e 2016 e a política econômica pró-cíclica de 2015 (corte de gastos públicos, em particular do investimento público, desvalorização cambial, choque na taxa de juros e nos preços de energia e combustível) e seus desdobramentos em 2016 são os fatores restantes que explicam o colapso da economia no biênio 2015-2016.

4.3 Formação dos fundos a partir da política econômica e do crescimento da economia no período 2011-16

4.3.1 Fundo Público

Entre 2011 e 2016 a trajetória do fundo público foi determinada, em grande parte, assim como no período anterior, pela condução da política fiscal. Entre 2011 e 2014 esteve ligada ao aparente expansionismo fiscal, a implantação de uma intensa política de desonerações tributárias e concessão de subsídios, em detrimento dos investimentos públicos, e à continuidade da expansão do crédito público. Já em 2015 e 2016, diante da intensa recessão econômica e da adoção de forte ajuste fiscal, ocorreu uma desestruturação deste fundo, caracterizada pela redução das desonerações tributárias e dos subsídios, queda ainda mais intensa dos investimentos públicos e redução da concessão de crédito pelos bancos públicos.

Entre 2011 e 2014 a taxa média de crescimento do PIB foi de 2,4% a.a., e em 2015 e 2016 a economia brasileira apresentou retração de 3,5% e 3,3%, respectivamente. A desaceleração da atividade econômica, juntamente com a concessão das desonerações tributárias e subsídios, impactou diretamente a arrecadação do governo central, que cresceu sistematicamente abaixo do PIB pela primeira vez em décadas. Enquanto entre 2004 e 2010 as receitas do governo central cresceram, em média, 4,5% a.a, este

crescimento foi de apenas 1,2% a.a. entre 2011 e 2014. Já em 2015 e 2016 houve queda real das receitas, equivalente a 5,9% e 2,1%, respectivamente (ORAIR; GOBETTI, 2017).

A desaceleração e posterior queda das receitas e o caráter rígido e inercial dos gastos sociais e com pessoal, associados a uma política de obtenção de superávits primários, reduziram o espaço fiscal para os gastos discricionários, especialmente aqueles relacionados ao investimento público. Este fato evidenciou a persistência das restrições orçamentárias à constituição do fundo público.

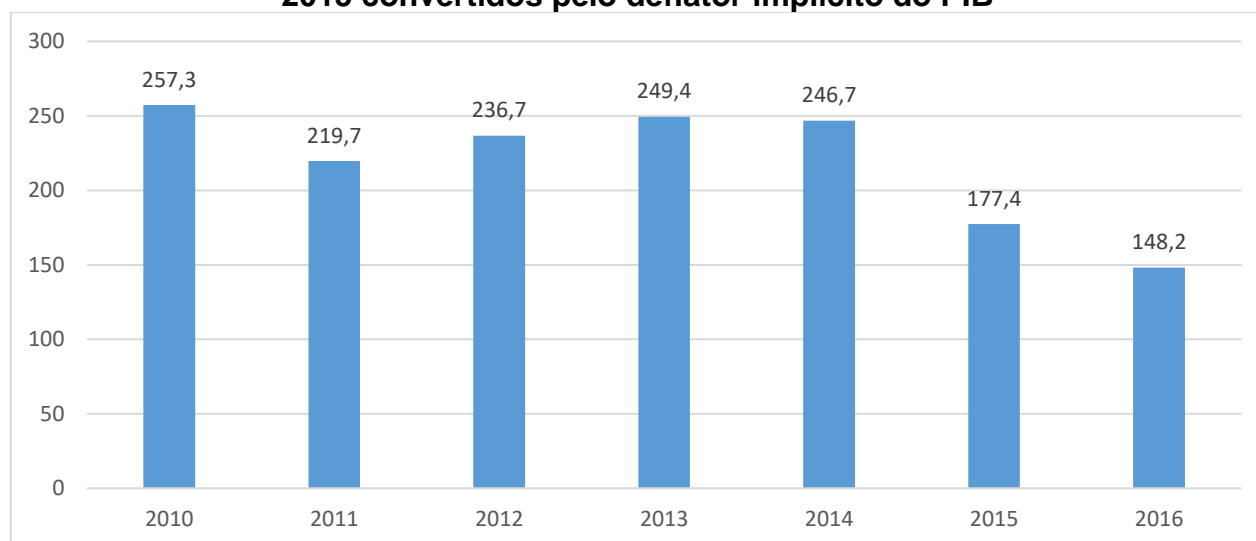
A reorientação da estratégia do governo, que passou a priorizar, entre os componentes do Fundo Público, as desonerações tributárias e subsídios financeiros e creditícios em detrimento do investimento público, teve forte impacto sobre o orçamento fiscal, tanto pela queda das receitas devido às desonerações, como pelo aumento das despesas primárias devido aos subsídios. Entre 2011 e 2014, as desonerações instituídas corresponderam a uma renúncia média anual de receita equivalente a R\$ 69,3 bilhões, enquanto que esta média foi de R\$ 26,3 bilhões entre 2006 e 2010. Os subsídios apresentaram uma taxa de crescimento real de 23,8% entre 2011-2014, alcançando R\$ 73,5 bilhões em 2014. Neste período o governo multiplicou os volumes de subsídios aos empréstimos do BNDES (R\$ 29,1 bilhões em 2014) e aumentou os recursos destinados ao programa Minha Casa Minha Vida, que equivaleram a cerca de R\$ 17 bilhões por ano. Já em 2015 e 2016, diante da recessão, as desonerações tributárias foram reduzidas em 3,6% e 22,3%, enquanto que os subsídios foram reduzidos em 6,3% e 8,5%, respectivamente. (ORAIR, 2016; ORAIR; GOBETTI, 2017).

A concessão das desonerações e dos subsídios, que foi um dos principais canais de atuação do fundo público, visava estimular o investimento privado por meio do fundo interno, ao reduzir o custo do empresário e aumentar suas margens de lucro, aumentando assim a disponibilidade de recursos deste fundo para financiar o investimento privado. Desse modo, os efeitos do Fundo Público sobre o investimento agregado devem ser avaliados a partir da ótica do Fundo Interno. Por ora, pode-se considerar que a estabilização das taxas de investimento agregado em torno de 20,5% do PIB no período 2011-2014 constituiu um sinal de que a utilização desses instrumentos foi pouco eficaz

para promoção do aumento da taxa de investimento, especialmente quando se considera o contexto de desaceleração da atividade econômica vivenciada no período. Dado o caráter de irreversibilidade do investimento, o alcance de patamar acima de 20% da taxa de investimento entre 2010 e 2013 não estava relacionado à política econômica adotada após 2010, mas decorreu, pelo menos em parte, do ciclo de aumento do investimento iniciado em 2004.

Em relação aos investimentos públicos, a tendência de crescimento apresentada no período anterior se reverteu, mostrando relativa estagnação entre 2011 e 2014, e queda expressiva em 2015 e 2016. A mudança de estratégia do governo levou a uma queda real do investimento público em 2011 (14,6%), que mesmo diante do seu crescimento nos anos seguintes (12,3% entre 2011 e 2014), fechou 2014 com níveis inferiores, em termos reais, aos apresentados em 2010 (R\$ 246,7 bilhões em 2014 e R\$ 257,3 bilhões em 2010). Em 2015 e 2016, diante da recessão econômica e da adoção de uma política fiscal conservadora, a queda do investimento público foi intensificada, correspondendo à -28,1% em 2015 e à -16,4% em 2016 (GRÁFICO 28).

Gráfico 28 – Investimento do Setor Público de 2010 a 2016 (Em bilhões de R\$ de 2015 convertidos pelo deflator implícito do PIB)

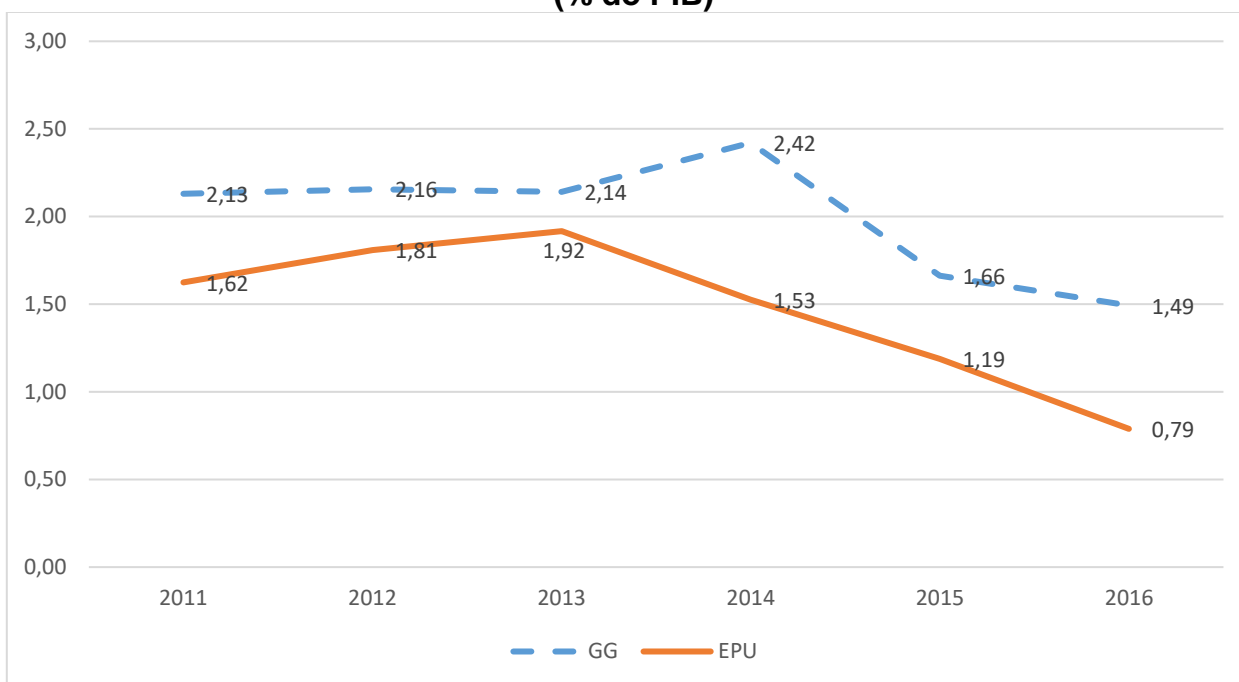


Fonte: Elaboração própria a partir de dados de ORAIR (2016) e Senado Federal/IFE: série investimentos públicos.

Apesar de ter anunciado uma expansão dos investimentos previstos na implantação da segunda fase do PAC, como visto, falhas de diversas naturezas somadas ao limitado orçamento impediram a execução de muitas obras. Além disso, o Governo reclassificou despesas nas áreas de saúde, segurança e educação, que passaram a compor o PAC a partir de 2012, e também ampliou a margem de dedução para contemplar desonerações tributárias. Desse modo, o PAC passou a acomodar um volume crescente de despesas não relacionadas ao investimento propriamente dito, explicando o crescente volume de recursos destinados a este programa (entre 2011 e 2014 os recursos destinados ao PPI/PAC passaram de R\$ 36,4 bilhões para R\$ 62,9 bilhões), ainda que o investimento público tenha se mantido estável.

O investimento do Governo Geral manteve-se relativamente estável entre 2011 e 2013 (2,13%, 2,16% e 2,14% do PIB, respectivamente) e mostrou expansão significativa em 2014 (2,42% do PIB), a qual esteve relacionada às grandes obras de infraestrutura para receber a Copa do Mundo em 2014 e as Olimpíadas em 2016. Já em 2015 e 2016 sofreu corte expressivo, quando representou apenas 1,66% e 1,49% do PIB, respectivamente. Por sua vez, os investimentos das empresas estatais sofreram forte queda em 2014, resultante em grande parte da queda dos investimentos do Grupo Petrobrás em decorrência da Operação Lava-Jato. Esta queda expressiva se estendeu aos anos de 2015 e 2016 e, juntamente com a retração dos investimentos do governo geral, reverteu quase todo o avanço do investimento público apresentado no período anterior (GRÁFICO 29).

**Gráfico 29 – Investimento do Governo Geral e das Empresas Estatais, 2011-16
(% do PIB)**



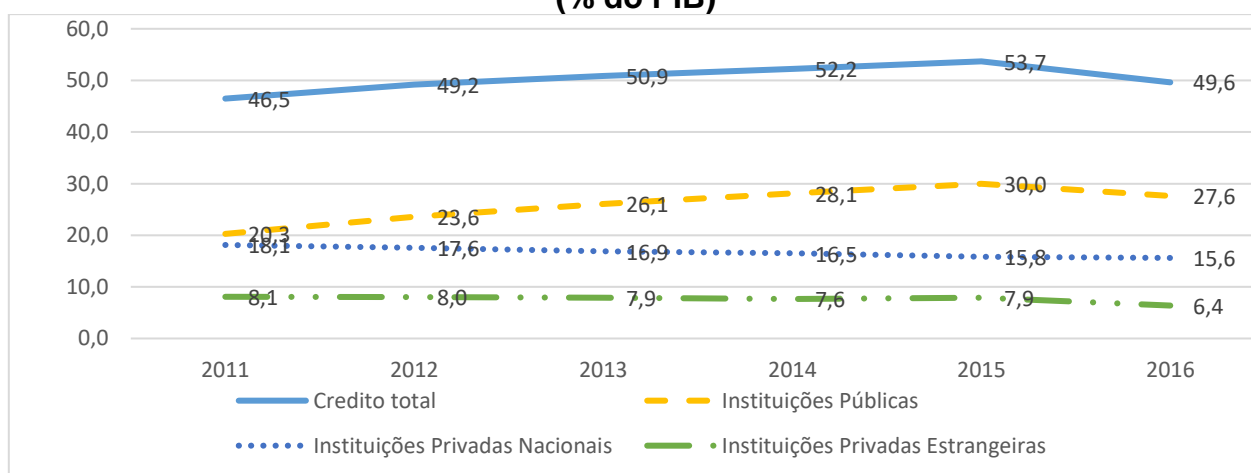
Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Orair (2016).

Ao optar pelas desonerações e subsídios, a equipe econômica apostava em um maior protagonismo do setor privado na promoção do investimento, desse modo também promoveu a redução das tarifas de energia e implantou um plano de concessões em infraestrutura, procurando dar continuidade às novas formas de arranjos patrimoniais e de financiamentos (SPE's e participação dos fundos de pensão, por exemplo) que se revelaram nos anos anteriores. Ainda assim, o financiamento dos projetos de infraestrutura continuou fortemente dependente dos recursos provenientes dos bancos públicos, especialmente do BNDES, como se verá a seguir.

O crédito público manteve sua tendência de alta até 2015, quando alcançou 30% do PIB. Foi o responsável pelo crescimento das operações de crédito do SFN, visto que o crédito privado (nacional e estrangeiro) caiu como proporção do PIB em todo o período. Conforme o Gráfico 30, as operações de crédito do SFN passaram de 46,5% em 2011 para 53,7% do PIB em 2015, alavancadas pelo extraordinário crescimento do crédito público, que passou de 20,3% para 30% do PIB no mesmo período. Já o crédito concedido pelas instituições privadas teve sua participação no PIB reduzida entre 2011

e 2015, quando passou de 18,1% para 15,8% nas nacionais e de 8,1% para 7,9% nas estrangeiras. Em 2016 houve uma reversão na tendência de alta do crédito público, cuja participação no PIB se reduziu para 27,6%, e foi acompanhada pela continuidade da redução da participação do crédito das instituições privadas no PIB (nacionais: 15,4% e estrangeiras: 6,4%), levando a uma queda da participação do crédito no PIB, que fechou 2016 em 49,6%.

Gráfico 30 – Operações de crédito do SFN por tipo de instituição, 2011-2016 (% do PIB)



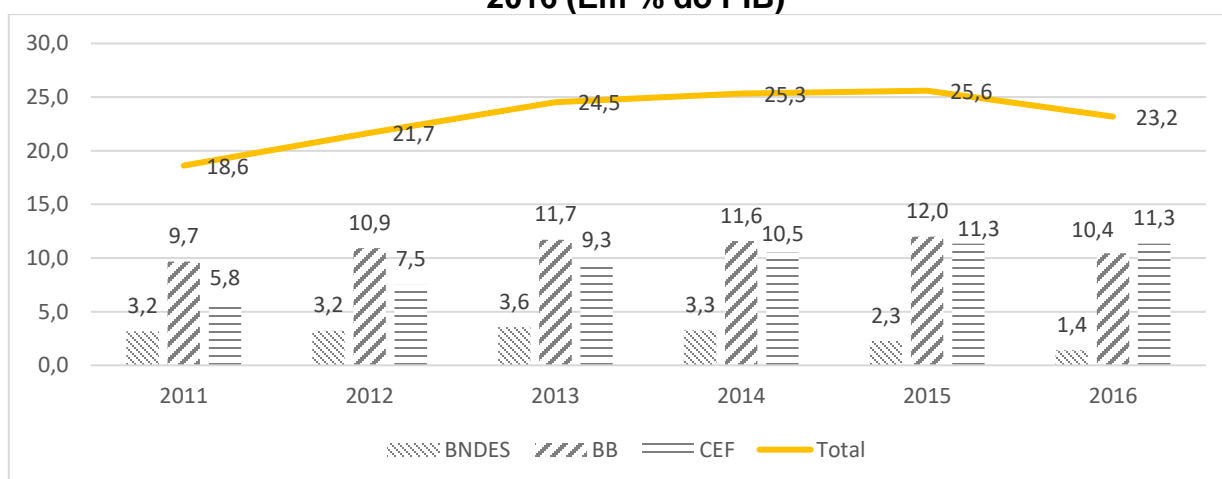
Fonte: Dados do Banco Central do Brasil. Gráfico elaborado pela autora.

O Gráfico 31 mostra a evolução do crédito concedido pelo sistema BNDES, BB e CEF no período 2011-2016, o qual passou de 18,6% para 25,3% em 2015 e regrediu para 23,2% do PIB em 2016. Como se verá, apesar da desaceleração em relação ao período anterior (especialmente em relação ao período pós 2008), o crédito direcionado continuou a apresentar papel expressivo nas linhas de financiamento para pessoas jurídicas, especialmente através do BNDES (pelo menos até 2014) e naquelas linhas direcionadas para o setor imobiliário⁴⁵, com participação expressiva da CEF e crescimento da participação do BB. O Banco do Brasil, assim como no período anterior, apresentou a maior participação na concessão de crédito até 2015, seguido pela CEF e BNDES. Apenas em 2016 a CEF ultrapassou o BB, quando o crédito concedido pela CEF manteve

⁴⁵ O crédito imobiliário teve importante participação como instrumento de ação contra cíclica do setor público, chegando a alcançar 4,6% do crédito total concedido pelo SFN em 2014. Somente a Caixa Econômica Federal respondeu por 67,7% do crédito habitacional concedido em 2014.

a participação no PIB apresentada no período anterior, enquanto o BB e o BNDES tiveram suas participações reduzidas. Ainda que o BB e CEF sejam bancos comerciais e que, deste modo, parte expressiva da sua carteira de crédito não possa ser considerada fundo público, como se verá, a constituição da carteira de crédito deles refletiu, claramente, a atuação do fundo público no período.

Gráfico 31 - Evolução dos desembolsos do Sistema BNDES, BB e CEF – 2011-2016 (Em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BNDES (2011 a 2016). Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads>; BB (Série Histórica divulgada em 2012). Disponível em: <https://ri.bb.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>; CEF (Notas Explicativas da administração às demonstrações financeiras). Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/relacoes-com-investidores/central-resultados/Paginas/default.aspx>; IBGE: Contas Nacionais.

Entre 2011 e 2016 o crédito total concedido pelo BB cresceu 57,7%, quando passou de R\$390,508 milhões para R\$ 615,746 milhões, tendo alcançado 656,877 milhões em 2015. Nesse período a participação do crédito destinado ao agronegócio cresceu (passou de 23% para 29% do total do crédito concedido pelo banco), em detrimento da participação do crédito destinado às pessoas jurídicas (passou de 44% em 2011 para 45% em 2015 e se reduziu para 40% em 2016), e às pessoas físicas (passou de 33% em 2011, para 28% em 2015 e 30% em 2016). A composição das carteiras seguiu a tendência do período anterior, prevalecendo o crédito pessoal na carteira das pessoas físicas, o capital de giro e o investimento para as pessoas jurídicas e PRONAF e custeio para o agronegócio. Contudo, pode-se observar um aumento significativo da participação

do crédito para financiamento imobiliário para pessoas físicas (passou de 5% em 2011 para 22% do total da carteira em 2016) e queda dos repasses do BNDES, especialmente em 2016 quando não tiveram representatividade na carteira do banco (TABELA 20). Tais movimentos retrataram a atuação do fundo público, seja através dos recursos do MCMV e da adoção de medidas de promoção dos projetos de habitação que se refletiram nas linhas de crédito do banco para este setor, seja através da atuação indireta do BNDES que reduziu de forma expressiva os recursos destinados aos repasses dos bancos comerciais⁴⁶.

O crédito concedido pela CEF cresceu 184,2% entre 2011 e 2016. Assim como no período anterior, prevaleceu o crédito destinado ao financiamento imobiliário, ainda que este tenha apresentado queda de participação no crédito total concedido pela CEF (reduziu de 61,3% em 2011 para 57,3% em 2016). A participação do crédito comercial também foi reduzida, puxada especialmente pela queda de participação do crédito para pessoa jurídica, o qual passou de 17,8% em 2011 para 12,6% em 2016. Já o crédito destinado para saneamento e infraestrutura teve sua participação expandida, passando de 6,8% para 11,1% no período (GRÁFICO 32).

Assim como verificado para o BB, a evolução da carteira de crédito da CEF ilustrou a participação do fundo público através do financiamento público e refletiu as medidas implantadas ao longo do período, cuja maior referência nos segmentos contemplados seria o MCMV e em menor destaque o PAC nas obras de infraestrutura.

⁴⁶ Essa queda dos repasses do BNDES também pode estar associada a uma queda da demanda por esses recursos devido à desaceleração econômica e posterior recessão da economia brasileira.

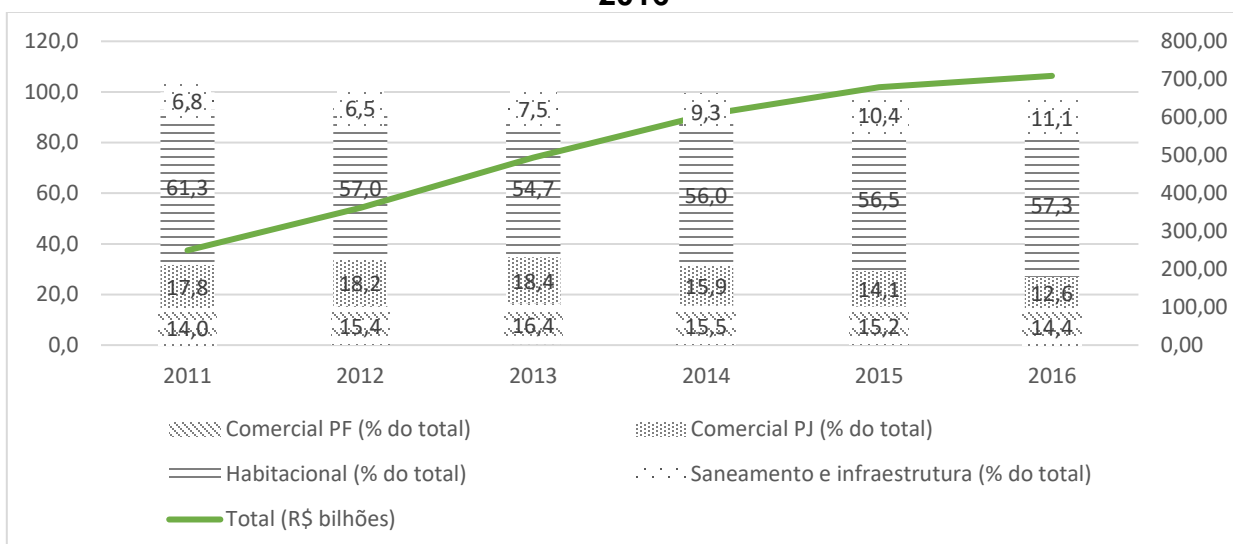
Tabela 20 – Carteira de crédito do Banco do Brasil, 2011 a 2016 (% do total)*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Crédito total	100	100	100	100	100	100
Pessoa física	33	32	29	29	28	30
Crédito Pessoal	55	54	51	48	49	47
Consignado	39	39	37	36	35	34
Empréstimo Pessoal	4	4	3	3	4	3
CDC Salário	12	11	11	9	10	10
Financiamento Imobiliário	5	7	11	16	20	22
Financiamento a Veículos	24	24	21	18	13	11
Cartão de Crédito	10	10	12	13	13	13
Cheque Especial	2	2	1	1	1	1
Microcrédito	1	1	1	1	0	0
Crédito Renegociado	-	-	-	-	3	4
Demais	3	3	3	3	1	0
Pessoa Jurídica	44	46	45	45	45	40
Capital de Giro	50	53	53	52	51	49
Investimento	22	20	22	23	22	24
Recebíveis	10	9	7	6	4	3
Conta Garantida	2	1	1	1	1	1
ACC/ACE	6	5	5	4	6	5
BNDES Exim	3	2	1	1	1	0
Cartão de Crédito	4	5	5	5	5	4
Cheque Especial	0	0	0	0	0	0
Crédito Imobiliário	1	1	2	4	4	5
Crédito Renegociado	-	-	-	2	5	8
Demais	2	3	3	1	1	1
Agronegócio	23	22	25	26	26	29
Pronaf	31	34	20	22	23	23
Pronamp	-	-	12	13	13	14
Custeio Agropecuário	21	21	19	18	18	20
BNDES/Finame Rural	6	5	6	6	6	5
FCO Rural	8	7	6	5	5	6
Investimento Agropecuário	-	-	4	5	5	5
Programa ABC	-	-	4	5	5	5
Comercialização	-	-	-	-	-	-
Agropecuária	-	-	3	4	2	3
Demais	35	33	3	2	2	2
Crédito Agroindustrial	-	-	24	19	21	16

Fonte: Tabela elaborada pela autora a partir de dados do Banco do Brasil-Relatórios de desempenho, 2011 a 2016.

Nota: * Dentro de cada carteira os percentuais se referem ao total da carteira.

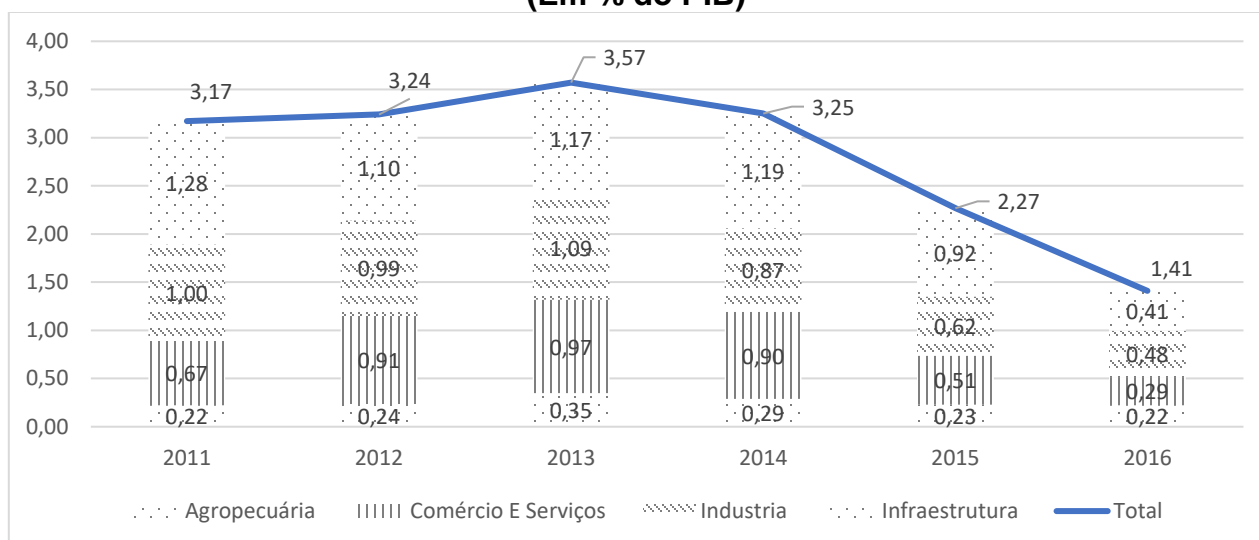
Gráfico 32 – Evolução da Carteira de Crédito da Caixa Econômica Federal, 2011-2016



Fonte: Gráfico elaborado pela autora a partir de dados dos Relatórios da Administração da CEF, 2011 a 2016.

Os desembolsos do BNDES continuaram o processo de crescimento do período anterior até 2013, quando alcançaram 3,57% do PIB. Nesse período houve expansão do crédito concedido para todos os setores, com exceção do setor de infraestrutura, cujos desembolsos passaram de 1,28% para 1,17% do PIB. Este era justamente o setor que apresentou maior concentração dos investimentos públicos e que, como ressaltado anteriormente, necessitava da disponibilidade das linhas de financiamento de longo prazo, além do investimento público diretamente, para dar continuidade aos grandes projetos de infraestrutura implantados no período anterior. Já a partir de 2014 teve início o movimento de queda dos desembolsos do BNDES, que se intensificou a partir de 2015, chegando a 1,41% do PIB em 2016. Este movimento esteve relacionado à queda de participação dos desembolsos para todos os setores, intensificando o problema da escassez de financiamento para o investimento de setores importantes para a recuperação da atividade econômica (GRÁFICO 33). Mesmo diante da queda da demanda por financiamentos de longo prazo, natural em períodos de recessão, a redução dos desembolsos do BNDES, especialmente daqueles direcionados para indústria e infraestrutura, contribuiu para o quadro de recessão econômica vivido pelo país a partir de 2015.

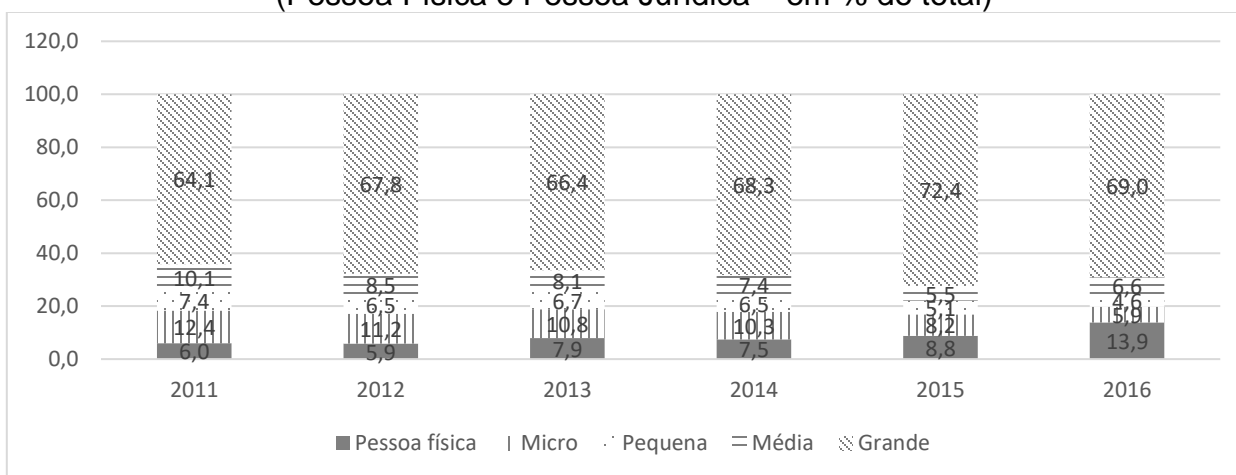
**Gráfico 33 – Desembolsos do BNDES por setores econômicos - 2011 a 2016
(Em % do PIB)**



Fonte: Dados BNDES e IBGE (Contas Nacionais). Gráfico elaborado pela autora.

No que diz respeito ao porte das empresas, prevaleceram os desembolsos direcionados para as grandes empresas, cuja participação no crédito total concedido pelo BNDES aumentou no período, passando de 64,1% em 2011 para 69% em 2016, tendo alcançado 72,4% em 2015. Os demais setores perderam participação, com exceção do crédito destinado às pessoas físicas, que passou de 6% para 13,9% do total (GRÁFICO 34). Essa trajetória dos desembolsos do BNDES reforçou a posição do banco como provedor por excelência do financiamento de longo prazo para os setores industrial e de infraestrutura da economia brasileira.

Gráfico 34 – Desembolsos do BNDES por porte da empresa (2004 a 2010)
(Pessoa Física e Pessoa Jurídica – em % do total)



Fonte: Dados BNDES. Gráfico elaborado pela autora.

Seguindo a tendência apresentada no período anterior, as capitalizações do Tesouro permaneceram como a principal fonte de recursos do banco entre 2011 e 2016, mesmo diante da queda de 36,4% dos desembolsos do banco e da expansão de 39% das fontes tradicionais de *funding* (TABELA 21). Dados os custos relacionados às capitalizações do Tesouro, o crescimento dessa fonte de recursos até 2015, diante da queda dos desembolsos a partir de 2013, é no mínimo questionável. Especialmente em um contexto em que foram adotadas medidas para estimular a expansão fiscal de forma a não afetar o superávit primário, como as desonerações fiscais e os subsídios creditícios que eram operados, justamente, pelos empréstimos do Tesouro ao BNDES. No entanto, os recursos do Tesouro eram captados através do lançamento de títulos públicos a custo de mercado, e a diferença entre as taxas de captação do governo e a TJLP praticada pelo BNDES era coberta pela União, contribuindo para o aumento de suas despesas financeiras. A expansão da dívida pública resultante deste processo, diante da necessidade de redução dos gastos para cumprimento da meta de superávit primário, associada à tendência de crescimento da taxa de juros, emitiu sinais contraditórios e prejudicaram a construção de convenções otimistas por parte dos investidores.

Tabela 21 – Participação dos principais itens do passivo do BNDES, 2011-2016
(R\$ milhões)

Fonte de recursos	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tesouro Nacional	310.774	376.042	413.163	470.676	523.737	439.763
FAT	146.265	161.858	176.201	195.460	220.665	232.732
PIS-PASEP	31.682	32.797	33.634	33.617	33.732	34.969
Captações Externas	22.449	23.275	31.211	41.280	56.542	39.611
Mercado	8.511	9.316	16.694	24.924	31.425	19.970
Organismos multilaterais	13.938	13.959	14.517	16.356	25.117	19.641
Outras Fontes Governamentais	22.084	23.807	27.418	29.041	36.590	34.312
FGTS	5.194	4.862	4.523	4.211	3.929	3.644
FI-FGTS	6.277	5.700	5.131	4.596	4.131	3.666
FMM	9.419	11.811	13.555	15.417	22.171	19.642
Outros Fundos Governamentais	1.194	1.434	4.209	4.817	6.359	7.360
Operações Compromissadas	7.808	21.312	18.014	23.083	-	-
LCAs e LFs	-	186	268	1.380	6.498	7.511
Debêntures BNDESPAR	5.778	7.485	5.911	4.073	3.554	2.675
Outras Obrigações	16.975	16.555	15.598	12.333	18.265	29.388
Patrimônio Líquido	61.012	52.169	60.626	66.276	30.993	55.176
Passivo Total	624.827	715.486	782.044	877.219	930.576	876.137
Participação no total (%)						
Tesouro Nacional	49,7	52,6	52,8	53,7	56,3	50,2
FAT	23,4	22,6	22,5	22,3	23,7	26,6
PIS-PASEP	5,1	4,6	4,3	3,8	3,6	4,0
Captações Externas	3,6	3,3	4,0	4,7	6,1	4,5
Mercado	1,4	1,3	2,1	2,8	3,4	2,3
Organismos multilaterais	2,2	2,0	1,9	1,9	2,7	2,2
Outras Fontes Governamentais	3,5	3,3	3,5	3,3	3,9	3,9
FGTS	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
FI-FGTS	1,0	0,8	0,7	0,5	0,4	0,4
FMM	1,5	1,7	1,7	1,8	2,4	2,2
Outros Fundos Governamentais	0,2	0,2	0,5	0,5	0,7	0,8
Operações Compromissadas	1,2	3,0	2,3	2,6	0,0	0,0
LCAs e LFs	0,0	0,0	0,0	0,2	0,7	0,9
Debêntures BNDESPAR	0,9	1,0	0,8	0,5	0,4	0,3
Outras Obrigações	2,7	2,3	2,0	1,4	2,0	3,4
Patrimônio Líquido	9,8	7,3	7,8	7,6	3,3	6,3
Passivo Total	100	100	100	100	100	100

Fonte: BNDES. Gráfico elaborado pela autora.

Ademais, o financiamento dos desembolsos do BNDES via emissão de títulos públicos, em um contexto de altas taxas de juros de mercado, ajudava a barrar o desenvolvimento do mercado de títulos privados. Este fato reforçou uma tendência histórica em que a falta de mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil tem suas raízes na atuação do Estado, não só pelo lado da demanda por esse tipo de financiamento, mas

também pelo lado da oferta, principalmente quando se considera a atuação das políticas econômicas no período recente, especialmente fiscal, monetária e cambial e a relação destas com a emissão de títulos públicos de alta rentabilidade e liquidez.

Em suma, o fundo público apresentou um fraco desempenho no período 2011-2014, decorrente da retração dos investimentos públicos e de seu caráter pró-cíclico, especialmente em 2011. Sem perspectiva de crescimento da demanda agregada, foi fraca a resposta dos investimentos privados às desonerações fiscais, subsídios e isenções de encargos sociais sobre a folha de pagamentos. Não basta a política econômica fomentar o fundo interno. Ela deve estimular, também e simultaneamente, convenção otimista, para induzir setor privado a investir. O arrefecimento de importante componente da demanda, o investimento público, retirou o estímulo ao investimento privado que os ganhos de margem (*mark ups*) poderiam propiciar, naquele período.⁴⁷ Para piorar, o fundo público foi desestruturado em 2015 e 2016, devido à retração ainda maior dos investimentos públicos, corte significativo das desonerações fiscais e dos subsídios e queda da concessão de crédito por parte dos bancos públicos. Tanto seu fraco desempenho entre 2011 e 2014 como sua desestruturação em 2015 e 2016, mostraram a fragilidade e dependência da constituição e desempenho deste fundo em relação ao regime fiscal adotado. Além disso, ressaltaram a importância do caráter contracíclico deste fundo para a promoção do investimento e recuperação de taxas de crescimento compatíveis com as necessidades do país, especialmente quando se considera o contexto de desaceleração econômica seguido pela recessão que se instaurou. Em outras palavras, os componentes do Fundo Público baseados no investimento público e no financiamento público de longo prazo (BB, CEF, mas, especialmente BNDES) não apresentaram entre 2011 e 2016 um caráter contracíclico, sugerido na ótica Pós-Keynesiana. Além disso, priorizar desonerações fiscais e subsídios creditícios em detrimento do investimento governamental na composição do

⁴⁷ Serrano e Summa (2015) chamam a atenção para o choque de demanda negativo dado pela política econômica em 2011: além da queda do investimento público, houve aumento da Selic até meados daquele ano, e medidas macroprudenciais que, em conjunto, inibiram o crédito ao consumo. Não foi concedido aumento real do salário mínimo em 2011, algo que não ocorria desde 1994, e a partir de setembro daquele ano iniciou-se a trajetória de desvalorização cambial, que retiraria poder de compra da população, mas sem estimular as exportações, por serem muito preço-inelásticas, impactando a demanda agregada.

Fundo Público inibe o efeito *crowding in* entre investimento público e privado, associado a convenções otimistas. Deste modo, o esvaziamento do efeito *crowding in* desde 2011 e, mais ao final do ciclo, do caráter contracíclico de importantes componentes do Fundo Público pode ter representado um erro da política econômica do período. Este erro explica, em parte, a estabilização da taxa de investimento agregado em torno de 20,5% do PIB entre 2011 e 2014, enquanto esta taxa havia crescido quase que continuamente no período anterior (2004-2010) e carregou um componente de aumento inercial para o período seguinte. Ajuda a explicar, também, a severa queda da taxa de investimento agregado observada a partir do terceiro trimestre de 2014, que foi acompanhada pela queda dos níveis de investimento público e financiamento público de longo prazo (BB, CEF e, principalmente, BNDES).

Por fim, se no período anterior a capacidade ociosa foi o elemento de redução da pressão sobre o investimento agregado e seus fundos de financiamento, como também de acomodação das contradições da política macroeconômica, a partir de 2011 começava a se esgotar a opção de crescimento por meio da ocupação da capacidade ociosa. Era, naquele momento, imperativo o aumento do investimento agregado. Dada a deterioração do cenário externo e o esgotamento do aumento do crédito a famílias e firmas pelo seu crescente endividamento⁴⁸, a convenção otimista se arrefecia, limitando o investimento privado. Neste quadro, com utilização da capacidade instalada na indústria de 84,02% em 2011, não havia outra saída senão o aumento do investimento público, já em 2011, exatamente o contrário do que foi feito.

4.3.2 Fundo interno

O período 2011-16 foi, de modo geral, desfavorável para a formação do fundo interno. Caracterizado pela desaceleração da economia mundial, queda dos preços das *commodities* e perda de dinamismo do mercado interno, seguida pela recessão em 2015 e 2016, observou-se a partir de 2011 uma reversão do desempenho dos principais fatores que contribuíram para a formação do fundo interno no período anterior.

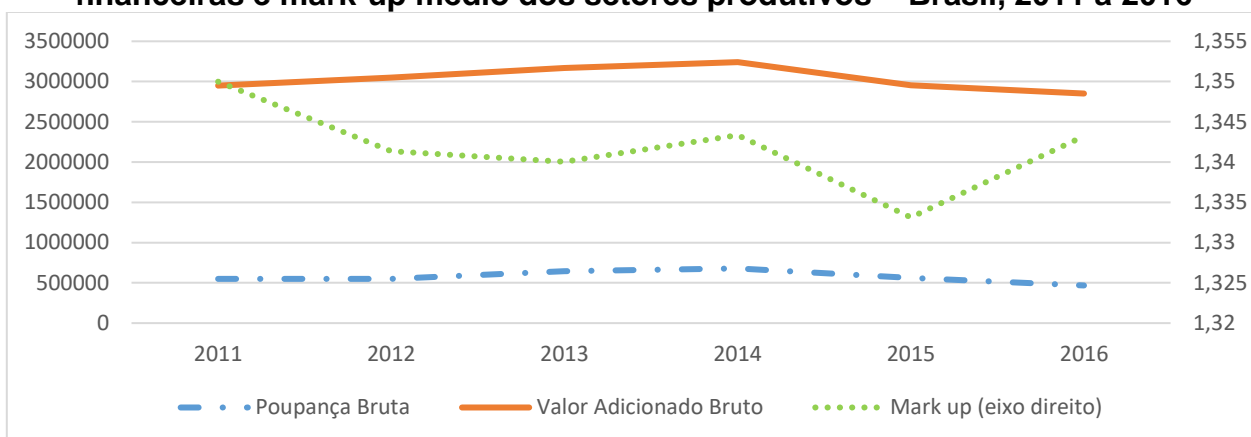
⁴⁸ Sobre este ponto, ver Serrano e Summa (2015).

Destacam-se a queda de 27,8% das exportações no período, a perda de dinamismo do consumo que apresentou crescimento médio de 0,4% a.a entre 2011 e 2016, enquanto que esta média foi de 5% a.a entre 2004 e 2010 e a queda da taxa de investimento, que passou de 21,8% em 2011 para 16,4% do PIB em 2016 (Ipeadata, 2019). Soma-se a este cenário a trajetória de crescimento da taxa de juros a partir de 2014 e a depreciação do real, que contribuiriam para aumentar o endividamento das empresas com dívidas no exterior (e dessa forma reduzir suas margens). Por outro lado, a expansão dos *mark ups* foi favorecida pela depreciação cambial no caso das firmas não (pouco) endividadas em moeda estrangeira e intensa política de desonerações fiscais implantadas entre 2011 e 2014, o que contribuiu para minimizar os impactos da conjuntura desfavorável à constituição do fundo interno.

Em relação à desvalorização do real, seus impactos positivos se refletiram na melhora do índice de rentabilidade das exportações para a grande maioria dos setores produtivos da economia brasileira. Entretanto, a melhora deste indicador não se refletiu, ou não possibilitou, como no período anterior, o aumento, e nem mesmo a manutenção dos *mark-ups* de grande parte das empresas dos setores de bens *tradables*. Isso aconteceu devido à perda de dinamismo dos mercados doméstico e internacional e queda do preço das *commodities*.

Neste cenário, as empresas apresentaram queda real de 3,4% do valor adicionado bruto entre 2011 e 2016, apesar do crescimento até 2014, mais do que compensado pela queda resultante da recessão econômica em 2015 e 2016. Os *mark ups* também caíram (-0,5%), especialmente em 2015, apresentando tendência de recuperação em 2016. Como resultado, a poupança bruta das empresas não financeiras se reduziu aproximadamente 15% no período, ilustrando a queda do fundo interno (GRÁFICO 35).

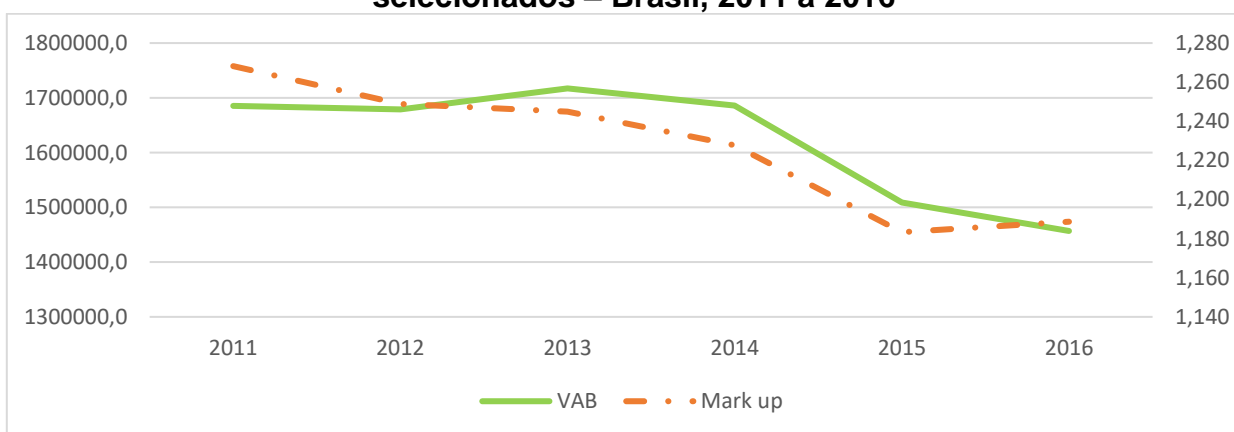
Gráfico 35 – Valor adicionado bruto e poupança bruta das empresas não financeiras e mark-up médio dos setores produtivos – Brasil, 2011 a 2016



Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais. Gráfico elaborado pela autora.

Quando se considera apenas as empresas dos setores de bens *tradables*, estas se mostraram ainda mais impactadas pelo cenário desfavorável, em especial o cenário externo, quando comparadas com o total das empresas não financeiras, especialmente em sua capacidade de fixação dos *mark ups*. Estes caíram 6,3% considerando a média dos setores. Já o valor adicionado bruto apresentou queda real equivalente a 13,5% (GRÁFICO 36).

Gráfico 36 – Valor adicionado bruto e mark-up médio, setores produtivos selecionados – Brasil, 2011 a 2016

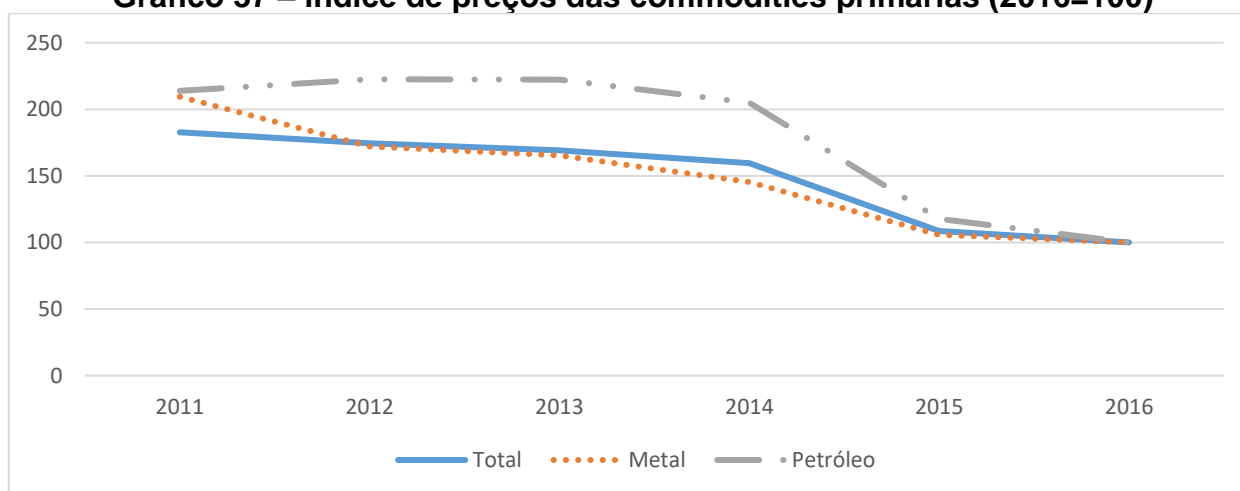


Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais. Gráfico elaborado pela autora.

Essa queda do *mark up* médio das empresas resultou da queda das margens de 22 dos 36 setores considerados. Outros quatro setores mantiveram suas margens e apenas 10 apresentaram crescimento dos *mark ups* no período (TABELA 22). Dentre os setores que

apresentaram queda dos seus *mark ups*, destacam-se os setores produtores de petróleo e gás e minério de ferro. De modo geral, essa queda esteve relacionada ao elevado endividamento externo das empresas do setor e à contenção de preços e tarifas dos derivados do petróleo (especialmente até 2015), além da queda acentuada a partir de 2015 nos preços internacionais do petróleo e do minério de ferro (GRÁFICO 37). Além disso, considera-se que a Operação Lava Jato, ao afetar duramente a cadeia de petróleo e gás e sua extensa lista de fornecedores a partir de 2014, impactou negativamente, via efeito multiplicador, a demanda pelos produtos de diversos outros setores. Essa redução na demanda, decorrente de uma conjuntura interna e externa desfavorável e agravada pelos impactos diretos e indiretos da Lava Jato limitou a capacidade de fixação dos *mark ups* de vários setores de bens *tradables* na economia brasileira. Isso porque a redução da demanda, dentre outras coisas, limitou a capacidade de estes setores liquidarem suas dívidas de curto prazo, aumentando seus custos com a rolagem da dívida, os quais não puderam ser compensados por um aumento dos preços, dada a queda da demanda e a baixa competitividade da indústria nacional, ainda que em um contexto de desvalorização do câmbio nominal.

Gráfico 37 – Índice de preços das commodities primárias (2016=100)



Fonte: IMF, *Primary Commodity Prices*.

Observa-se que, dos dez setores que apresentaram crescimento de seus *mark-ups*, em apenas três este crescimento foi mais significativo: refino de petróleo e gás, produtos

químicos e metalurgia de metais ferrosos. Além disso, este crescimento só se mostrou mais intenso nos anos de 2015 e 2016 (TABELA 22).

De modo geral, os setores que mantiveram ou aumentaram suas margens foram aqueles que conseguiram se beneficiar da desvalorização cambial e da política de desonerações e subsídios implantada no período. Desse modo, foram aqueles setores que estiveram menos expostos aos impactos da retração do investimento público, da Operação Lava Jato sobre a cadeia de petróleo e gás, da queda da demanda externa, dos preços das *commodities*, em um contexto de desaceleração da economia mundial.

A política de concessão de desonerações e subsídios foi direcionada para diversos setores produtivos, dentre os quais se destacam os setores de bens de capital, material de construção civil, veículos, linha branca, móveis e produtos da cesta básica, beneficiados pela redução do IPI. Além da desoneração da folha de pagamentos, da concessão de créditos tributários para as exportações, e da redução das tarifas de energia. Ainda assim, aparentemente, ela teve impacto pouco significativo sobre a trajetória dos *mark ups* desses setores no período, o que pode ser explicado pela conjuntura adversa, que limitou a capacidade de fixação dos *mark ups* por parte dessas empresas. Nesse contexto, a política de concessão de desonerações e subsídios pode ter contribuído para reduzir os impactos desse cenário adverso, mas não foi capaz de revertê-lo, a ponto de proporcionar um aumento dos *mark ups* e do fundo interno no período.

Tabela 22 – Mark up setores selecionados, 2011 a 2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Setores que apresentaram crescimento do mark up						
Pecuária e pesca	1.59	1.56	1.64	1.66	1.64	1.63
Refino de petróleo e coque	0.95	0.90	0.90	0.94	1.09	1.20
Produtos químicos	1.06	1.05	1.06	1.07	1.12	1.16
Metalurgia de metais não-ferrosos	1.08	1.04	1.07	1.09	1.13	1.15
Construção civil	1.36	1.35	1.35	1.35	1.37	1.38
Álcool	1.09	1.07	1.06	1.06	1.06	1.10
Defensivos agrícolas	1.05	1.05	1.09	1.15	1.08	1.08
Produtos e preparados químicos diversos	1.10	1.09	1.06	1.11	1.11	1.13
Máquinas para escritório aparelhos e material eletrônico	1.16	1.13	1.15	1.13	1.11	1.17
Celulose e produtos de papel	1.16	1.11	1.13	1.13	1.16	1.18
Setores que apresentaram estabilidade do mark up						
Agricultura silvicultura exploração florestal	2.00	1.94	2.06	1.98	1.84	2.00
Têxteis	1.08	1.11	1.09	1.12	1.08	1.08
Artefatos de couro e calçados	1.10	1.10	1.12	1.13	1.10	1.10
Perfumaria higiene e limpeza	1.13	1.07	1.11	1.08	1.07	1.13
Setores que apresentaram queda do mark up						
Petróleo e gás natural	2.12	2.34	2.20	1.97	1.43	1.00
Minério de ferro	2.51	2.54	2.50	2.14	1.59	1.55
Outros da indústria extrativa	1.29	1.29	1.20	1.18	1.24	1.19
Alimentos e Bebidas	1.09	1.09	1.08	1.08	1.08	1.07
Produtos do fumo	1.24	1.28	1.29	1.29	1.24	1.18
Artigos do vestuário e acessórios	1.30	1.17	1.14	1.15	1.13	1.15
Produtos de madeira - exclusive móveis	1.20	1.19	1.19	1.22	1.17	1.15
Jornais revistas discos	1.28	1.21	1.24	1.23	1.16	1.22
Fabricação de resina e elastômeros	1.10	1.02	1.03	1.04	1.06	1.08
Produtos farmacêuticos	1.41	1.40	1.37	1.37	1.26	1.31
Tintas vernizes esmaltes e lacas	1.10	1.11	1.10	1.07	1.04	1.08
Artigos de borracha e plástico	1.10	1.07	1.07	1.08	1.06	1.09
Cimento e outros produtos de minerais não-metálicos	1.19	1.17	1.15	1.14	1.09	1.08
Fabricação de aço e derivados	1.13	1.15	1.14	1.19	1.11	1.04
Produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos	1.20	1.17	1.16	1.15	1.15	1.16
Máquinas e equipamentos inclusive manutenção e reparos	1.17	1.13	1.13	1.15	1.12	1.12
Eletrodomésticos e material elétrico	1.09	1.06	1.07	1.06	1.04	1.10
Automóveis camionetas caminhões e ônibus	1.10	1.10	1.09	1.04	1.02	0.95
Peças e acessórios para veículos automotores	1.14	1.06	1.07	1.05	1.01	1.03
Outros equipamentos de transporte	1.12	1.08	1.08	1.05	1.05	1.05
Móveis e produtos das indústrias diversas	1.29	1.28	1.25	1.26	1.20	1.21
Produção e distribuição de eletricidade gás água esgoto e limpeza urbana	1.57	1.47	1.37	1.30	1.39	1.48

Fonte: IBGE, Contas Nacionais, Matriz de Recursos e Usos. Tabela elaborada pela autora.

Em relação ao crescimento do índice de rentabilidade das exportações para a grande maioria dos setores, observa-se que, ao contrário do período anterior, esse desempenho

não foi suficiente para preservar a competitividade da indústria nacional, diante de um cenário externo adverso. Enquanto que no período anterior ele foi primordial para a manutenção da competitividade daqueles setores que foram beneficiados pela expansão da demanda internacional e pelo crescimento dos preços das commodities, em um contexto de apreciação da taxa de câmbio nominal, neste período esse cenário se reverteu por completo. Ou seja, o câmbio se depreciou, a demanda internacional e o preço das commodities se reduziram. Neste contexto, a desvalorização cambial não foi suficiente para restabelecer a competitividade das empresas nacionais e a capacidade de fixação de *mark ups* ficou limitada.

O índice de rentabilidade das exportações cresceu para a média das empresas em relação ao período anterior, quando passou de 81,7 entre 2004 e 2010, para 83,1 entre 2011 e 2016 (TABELA 23). Este crescimento resultou da evolução desse indicador para a grande maioria dos setores que, por sua vez, resultou da desvalorização cambial ocorrida no período. Entretanto, este índice caiu para os setores de extração de minerais metálicos, extração de petróleo, gás natural e derivados do petróleo, biocombustíveis e coque, justamente os setores cujos preços dos produtos sofreram as maiores quedas no mercado internacional no período, como pode se observar no Gráfico 37.

Tabela 23 - Índice de rentabilidade de exportações – Setorial, 2011 a 2016

Setores da CNAE 2.0	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média 2011-2016
Total	80.7	84.5	85.2	84.0	85.7	78.7	83.1
Extração de minerais metálicos	163.6	141.5	151.8	125.9	99.0	92.9	129.1
Produção florestal	106.5	124.3	102.8	121.9	146.7	125.7	121.3
Extração de petróleo e gás natural	131.4	148.7	144.1	137.3	89.0	67.8	119.7
Confecção de artigos do vestuário e acessórios	89.9	102.9	106.5	116.7	125.4	113.0	109.0
Pesca e aquicultura	71.1	90.8	100.8	109.5	119.9	114.8	101.1
Bebidas	68.9	87.6	107.0	102.3	126.6	95.9	98.1
Agricultura e pecuária	90.3	97.5	93.4	93.5	98.4	93.2	94.4
Produtos alimentícios	85.8	89.1	88.3	89.8	97.0	87.9	89.7
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	74.2	85.1	84.0	89.4	98.6	91.9	87.2
Derivados do petróleo biocombustíveis e coque	93.0	98.4	92.9	93.5	75.9	67.5	86.9
Produtos do fumo	74.6	81.3	89.5	90.9	94.8	89.5	86.7
Produtos de borracha e de material plástico	72.7	83.3	86.1	86.0	96.7	86.6	85.3
Impressão e reprodução de gravações	72.0	78.2	75.7	77.3	115.2	76.4	82.5
Indústrias diversas	55.5	67.6	76.1	82.0	103.4	106.3	81.8
Produtos químicos	77.7	80.0	81.4	83.0	88.1	80.6	81.8
Metalurgia	72.9	77.4	75.9	80.7	89.0	82.7	79.8
Produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos	67.2	76.1	74.5	81.1	93.7	84.8	79.6
Couros, artefatos de couro, artigos para viagem e calçados	67.3	71.2	75.3	85.0	92.4	81.0	78.7
Máquinas e equipamentos	64.3	73.7	75.3	77.0	93.5	86.5	78.4
Veículos automotores, reboques e carrocerias	63.4	73.2	76.5	76.7	90.7	84.6	77.5
Produtos de madeira	61.4	68.8	72.7	76.7	91.5	78.1	74.9
Produtos têxteis	67.5	72.7	74.4	74.2	82.9	76.7	74.7
Produtos de minerais não-metálicos	54.9	59.9	62.6	62.1	72.5	64.6	62.8
Móveis	54.1	58.4	58.1	60.6	70.3	64.8	61.1
Extração de minerais não-metálicos	48.9	54.0	56.1	57.7	73.6	66.9	59.5
Celulose, papel e produtos de papel	53.6	56.5	59.4	57.3	69.5	59.3	59.3
Produtos farmoquímicos farmacêuticos	48.2	52.3	47.7	52.4	58.8	51.1	51.7
Outros equipamentos de transporte, exceto veículos automotores	39.8	43.8	45.4	46.8	60.3	63.5	49.9
Equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	39.3	42.0	41.0	43.3	53.3	51.0	45.0

Fonte: Dados FUNCEX. Tabela elaborada pela autora.

O coeficiente de exportação apresentou relativa estabilidade para o agregado dos setores, com média de 18.9% no período (inferior à média de 19,6% do período 2004-10). A indústria extrativa se destacou, tanto por apresentar o maior coeficiente dentre os setores considerados (média de 67,1%), quanto pela queda significativa deste coeficiente entre 2011 e 2014, quando passou de 75,4% para 60,3%, voltando a apresentar sinais de recuperação em 2015 (70,7%). Ainda assim, apresentou desempenho superior se comparado com o período anterior, cuja média foi de 57,6%. A indústria de transformação

apresentou queda do coeficiente de exportação em relação ao período anterior (média de 15,2% em 2011-16 e de 17,6% entre 2004-10), porém, com leve tendência de crescimento ao longo do período (TABELA 24).

Tabela 24 – Coeficiente de exportação (%) – Setores Industriais Selecionados – 2011 a 2016

Data	2011 T4	2012 T4	2013 T4	2014 T4	2015 T3	Média 2011-15
Total	18,7	19	18,5	18,4	19,8	18,9
Extrativa	75,4	68,2	60,7	60,3	70,7	67,1
Extrativa petróleo e gás natural	84,6	77,9	55,8	-	-	72,8
Extrativa minerais metálicos	83,9	76,7	85,2	-	-	81,9
Indústria de transformação	14,1	15,1	15,1	15	16,8	15,2
Produtos alimentícios	21,6	21,5	21,3	21,3	20,5	21,2
Couros e artefatos	20,5	21	24,2	27,5	23,8	23,4
Celulose, papel e produtos de papel	21,8	22,7	25,2	26,5	30,8	25,4
Têxteis	12,5	16	10,8	13,2	15,2	13,5
Metalurgia	27,8	29	25,1	29,9	38,7	30,1
Móveis	4,9	4,9	4,9	5,3	6,1	5,2
Produtos do fumo	46,9	51,6	55,4	42,5	19,1	43,1
Produtos de madeira	18	18,6	20,8	25,5	31,7	22,9
Veículos automotores, reboques e carrocerias	12,2	13,1	13,6	12,3	16,9	13,6
Químicos	11,2	11,1	10,5	11,1	12,6	11,3
Informática, eletrônicos e ópticos	7,0	5,9	5,1	5,0	8,4	6,3
Outros de transporte	30,8	41,3	77	45,5	48,3	48,6
Máquinas e equipamento	17	19,4	15,8	16,9	19,9	17,8

Fonte: IPEADATA – FUNCEX/SECEX/CNI. Tabela elaborada pela autora.

De acordo com estudo realizado pelo IEDI (2016) sobre o desempenho de 340 empresas não financeiras com capital aberto entre 2010 e 2015, houve uma reversão do ciclo de rentabilidade favorável à indústria brasileira a partir de 2010. O estudo mostrou que, corroborando os resultados dessa análise, houve uma redução das margens de lucro das grandes empresas não financeiras no período, a qual resultou, principalmente, da menor capacidade de estas repassarem aos preços as elevações de custos, e das perdas financeiras ocorridas com a piora das condições de financiamento e da alta das taxas de juros.

De fato, a desvalorização do real no período foi insuficiente para compensar a apreciação do período anterior, permitindo assim a permanência da pressão concorrencial dos produtos importados e limitando a capacidade de as empresas em território nacional repassarem aos preços a alta dos custos domésticos (pressionados de forma significativa pelo reajuste dos preços administrados em 2015). Por outro lado, o aumento das taxas de juros, além de contribuir para a elevação das despesas financeiras, desestimulou o investimento e incentivou, ainda mais, o direcionamento dos recursos do setor produtivo para aplicações financeiras e disponibilidade de caixa⁴⁹.

Desse modo, ainda que ao longo do período, especialmente entre 2011 e 2014, a desvalorização cambial, a concessão de desonerações e de subsídios fiscais e financeiros, além da contenção dos preços administrados, tenham atuado no sentido de aumentar a competitividade da indústria brasileira, estas foram insuficientes para reverter os impactos adversos desse ciclo, que foi desfavorável à constituição do fundo interno. Esta situação foi ainda agravada em 2015 e 2016, devido à grave crise econômica e política instaurada no país. O aumento dos custos empresariais decorrentes do choque de tarifas em 2015 e da piora das condições de financiamento (aumento da taxa de juros e desvalorização cambial), associado à retração dos mercados interno e externo, à deterioração das expectativas, do ambiente econômico e político brasileiro foram os principais determinantes do fraco desempenho do fundo interno no período. Ou seja, a redução das margens de lucro associada à redução da demanda agregada, resultou na queda do fundo interno em um momento em que as empresas se viram mais endividadas em um cenário de piora das condições de financiamento, o que reforçou o ciclo vicioso de baixa rentabilidade, maior endividamento, queda da demanda, aumento da

⁴⁹A evolução das despesas operacionais não controladas pela indústria, como os custos de transporte e logística, serviços especializados prestados às empresas e os preços monitorados pelo governo, especialmente energia elétrica, são os itens que, provavelmente, mais pressionaram os custos operacionais das empresas. Já as despesas financeiras cresceram em um ritmo superior na comparação com os demais custos operacionais. Em um cenário em que também se somam o encolhimento da demanda e o encarecimento do crédito, é provável que a pressão tenha vindo tanto da necessidade de renovar dívidas em condições piores, como do impacto da desvalorização cambial sobre o estoque de dívida externa e os serviços das dívidas das empresas não-financeiras. (CARNEIRO *et al.*, 2009; IEDI, 2016)

capacidade ociosa, deterioração das expectativas e redução do investimento. Em sintonia com a deterioração do principal fundo de financiamento do investimento, o fundo interno, a convenção otimista do período anterior colapsou e a taxa de investimento caiu de 20,5% do PIB em 2013 para 16,1% do PIB em 2016.

4.3.3 Fundo externo

Entre 2011 e 2016 o fundo externo respondeu, em média, por 28,4% das fontes de financiamento das empresas e famílias, conforme CEMEC (2018). Desse percentual, aproximadamente 23% corresponderam aos investimentos estrangeiros no país e 5,4% às emissões externas de empresas não financeiras. A trajetória desses recursos mostra crescimento da participação dos investimentos estrangeiros, especialmente em 2015 e 2016, e relativa estabilidade das emissões externas, com exceção de 2015, que apresentou queda expressiva em relação à média do período (TABELA 25).

Tabela 25- Fontes externas de financiamento de empresas e famílias (participação % no total das fontes de financiamento), 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Investimento estrangeiro	21,6	19,5	15,4	23,4	27,4	30,5
Emissões externas	5,0	6,4	5,0	7,1	2,2	6,6
Fontes externas de financiamento	26,6	25,9	20,4	30,5	29,6	37,1

Fonte: Dados CEMEC/FIPE (2018). Tabela elaborada pela autora.

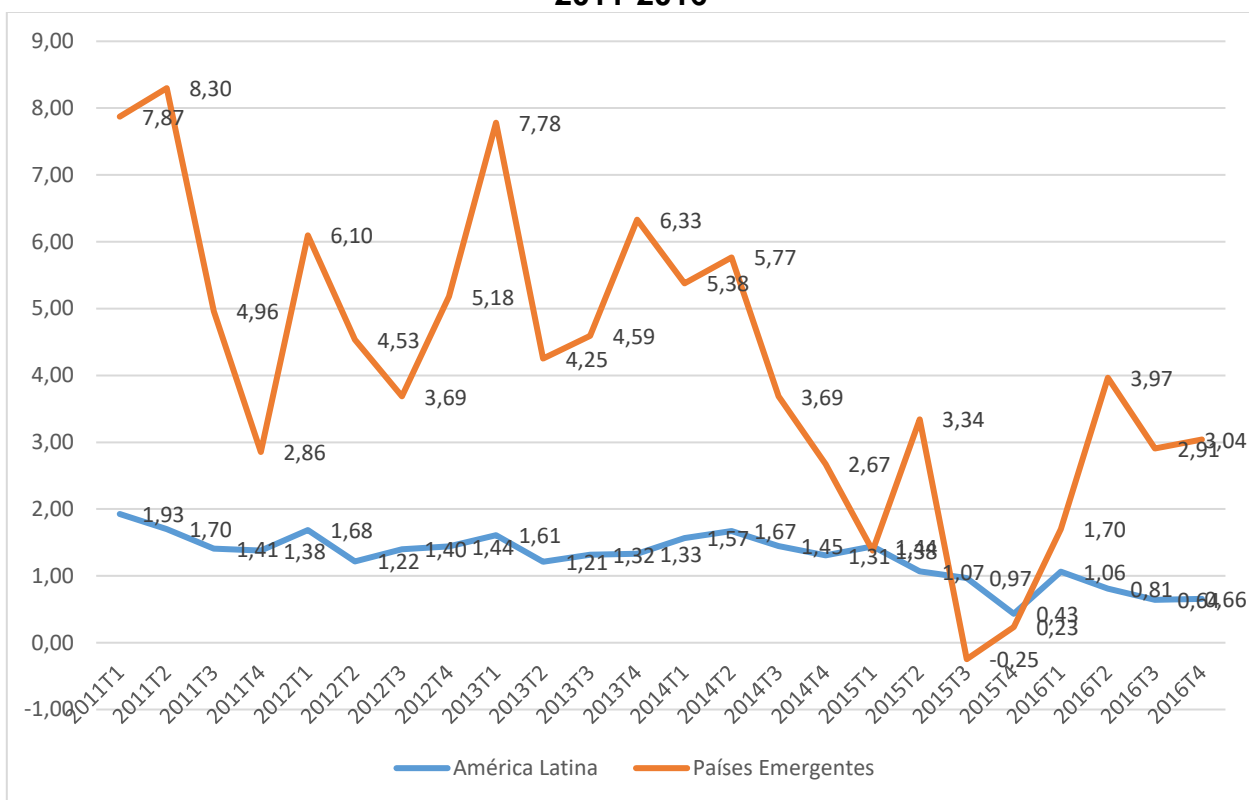
O aumento da participação das fontes externas de financiamento do investimento ao longo do período, especialmente em 2016, é explicado mais pela maior retração das outras fontes de financiamento comparativamente ao fundo externo, e menos pelo crescimento deste ao longo do ciclo. Ainda que tenha aumentado sua participação, os investimentos diretos no país caíram entre 2011 e 2016, enquanto que a dívida externa das empresas não financeiras apresentou crescimento inferior ao apresentado no período 2004-2010. Não obstante, este quadro deve ser visto com cautela, visto ser parcela do investimento direto no país destinada a fusões e aquisições e a ganhos de arbitragem com juros, ao invés de ampliação do estoque de capital do país. A seguir, foi

feita uma análise dos fatores externos e internos que influenciaram a trajetória do fundo externo ao longo do período.

O período 2011-16 foi caracterizado por maior instabilidade e incerteza no mercado financeiro internacional em decorrência, principalmente, da crise da Área do Euro iniciada em 2011. Este cenário levou a uma redução da liquidez mundial, ainda que o ciclo de abundância dos fluxos de capitais para os países emergentes tenha continuado expressivo até meados de 2014, quando se reverteu de maneira acentuada. A partir de então, o aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais resultou em um movimento de liquidação de posições nos mercados emergentes, especialmente em 2015 e 2016, caracterizando a reversão dos fluxos de capitais para estes mercados.

O Gráfico 38 mostra o movimento dos fluxos de capitais para os países emergentes e América Latina entre 2011 e 2016. Observa-se uma tendência de queda desses fluxos ao longo do período, intensificada em meados de 2014. Os fluxos de capitais direcionados para a América Latina apresentaram maior estabilidade, com oscilações menores em todo o período, ainda que tenham apresentado a mesma tendência de redução do conjunto de países emergentes.

Gráfico 38 – Fluxo de capitais (% do PIB), América Latina e Países Emergentes, 2011-2016



Fonte: Dados IMF- World Economic Outlook (2019). Gráfico elaborado pela autora.

Como no período anterior, o Brasil foi um dos principais destinos desses fluxos de capitais para os países emergentes e em particular para a América Latina. Considerando os dados do IIF para um total de vinte e cinco economias emergentes, Biancarelli, Rosa, Vergnhanini (2017) mostram que o país aumentou sua participação enquanto receptor dos fluxos brutos de capital privado, passando de uma participação média de 9% entre 2003 e 2009 para 16% entre 2010 e 2016. Os autores chamam atenção para o fato de desta participação ter aumentado mesmo após a reversão do ciclo de liquidez em meados de 2014, mostrando que o Brasil conseguiu atrair o financiamento necessário (para financiar o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos), mesmo diante de um ambiente internacional adverso.

O aumento do influxo de capitais em 2011 fez com que o governo adotasse medidas de controle de capital e regulação no mercado de câmbio, com o objetivo de reduzir a entrada de capitais de caráter especulativo e de curto prazo e também evitar a apreciação

cambial. Ademais, teve início o movimento de redução da taxa de juros que se prolongou até o primeiro trimestre de 2013. Estas medidas permitiram uma moderação nos influxos de capitais para o país e uma melhora na composição destes, além da estabilização cambial. Já em 2014 esta situação se reverteu, com aumento do influxo de capitais e piora em seu perfil, em decorrência, especialmente, do aumento do diferencial de juros e relaxamento das medidas de controle de capitais. Em 2015 e 2016 os influxos de capitais se reduzem novamente, dessa vez como reflexo das adversidades do sistema financeiro internacional e, particularmente, da crise política e grave recessão econômica vivida pelo país.

Entre 2011 e 2014 a dívida externa bruta total do país se expandiu 38%. Neste período prevaleceram os investimentos diretos estrangeiros (IDEs), cuja média de participação no total da dívida externa bruta foi de 25,4%, seguidos pela participação dos bancos (23,3%), dos títulos de renda fixa (20,8%) e dos outros setores (17,8%). O Governo Geral e o Banco Central apresentaram a menor participação no total da dívida bruta, 12% e 0,7%, respectivamente. Em 2015 a dívida externa bruta total caiu 6,7%, e em 2016 apresentou crescimento de 1,7%. Entre 2015 e 2016 os IDEs, via operações intercompanhia, aumentaram a participação média no total da dívida externa bruta, equivalendo a 31,9%, enquanto que os demais segmentos perderam participação em relação à 2011-2014: Governo Geral (9,6%); Banco Central (0,6%); bancos (21,2%); títulos de renda fixa (18,8%) e outros setores (17,4%) (TABELA 26).

A dívida dos bancos e, especialmente, dos outros setores foi, predominantemente, de longo prazo. Esta foi uma tendência verificada no período anterior e intensificada em 2011 e 2012 com a adoção das medidas macroprudenciais. Já a partir de 2013 observa-se uma piora no perfil da dívida, especialmente com o aumento da participação da dívida de curto prazo dos bancos, que se intensificou nos anos seguintes. Os dados sugerem que o controle de capitais (utilizado de forma mais intensa em 2011 e 2012) contribuiu para a alteração do perfil do endividamento externo, induzindo o alongamento de sua maturidade.

Entretanto, o grande destaque desse período foi o crescimento e o aumento da participação das operações intercompanhia, modalidade de IDE. Enquanto estas cresceram em média 13,2% a.a entre 2011 e 2016, a dívida dos bancos manteve-se relativamente estável, com queda média de 0,13% a.a., a dívida dos outros setores aumentou 2,7% e os títulos de renda fixa cresceram 4,1%. De modo geral, assim como no período anterior, a expansão das operações intercompanhia, ainda que sujeitas ao IOF, foram incentivadas pela possibilidade de ganhos financeiros com o diferencial de juros internos e externos. Desse modo, foram um importante canal de transmissão da ampla liquidez internacional no período (PRATES; CUNHA, 2013).

Tabela 26- Dívida Externa Bruta, 2011-2016 (US\$ milhões)

	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
I – Governo geral	69 221	77 923	67 795	75 476	64 098	70 364
Curto prazo	-	-	-	-	-	-
Longo prazo	69 221	77 923	67 795	75 476	64 098	70 364
II – Banco Central	4 493	4 516	4 578	4 320	4 110	4 015
Curto prazo	61	78	132	137	109	134
Longo prazo	4 433	4 437	4 446	4 183	4 001	3 881
III – Bancos	138 249	139 735	129 975	156 740	147 361	137 177
Curto prazo	38 066	32 431	32 599	54 884	47 497	51 948
Longo prazo	100 183	107 304	97 376	101 856	99 864	85 229
IV – Outros setores	97 685	105 495	110 302	116 286	119 176	114 741
Curto prazo	2 083	152	5	2 762	3 534	4 245
Longo prazo	95 601	105 343	110 296	113 524	115 642	110 496
V – Investimento direto: operações intercompanhia	105 913	127 705	174 146	207 756	205 711	222 344
VI - Títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico e detidos por não residentes – denominados e liquidados em Reais*	100 470	115 457	134 643	152 078	124 645	128 006
Dívida externa bruta (I + II + III + IV + V + VI)	516 030	570 831	621 439	712 655	665 101	676 647

Fonte: Dados Banco Central do Brasil. Tabela elaborada pela autora.

Nota: *Convertidos para dólar americano conforme taxa de câmbio de fim de período.

A Tabela 27 mostra a evolução dos fluxos do investimento direto no país entre 2011 e 2016. As operações intercompanhia cresceram de forma expressiva, especialmente entre 2011 e 2014. Em 2015 houve uma retração significativa desses fluxos, que voltaram a apresentar sinais de recuperação em 2016. Assim como no período 2004-2010,

predominou o investimento direto em participação no capital, com exceção de 2013, ainda que este tenha apresentado trajetória de queda em todo o período.

Tabela 27 – Investimentos diretos no país, Brasil, 2011-2016 (US\$ milhões)

Investimentos diretos no país	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total	101 158	86 607	69 181	96 895	75 075	78 182
Participação no capital – total – passivos	84 707	64 066	30 835	57 918	56 421	54 021
Participação no capital, exceto lucros reinvestidos – Passivos	54 782	52 836	41 648	47 220	49 276	44 884
Participação no capital – lucros reinvestidos no Brasil – Ingressos	29 925	11 230	-10 813	10 698	7 145	9 137
Operações intercompanhia – passivos	16 451	22 541	38 346	38 977	18 653	24 161
Matrizes no exterior a filiais no Brasil	10 206	12 407	22 111	8 969	3 786	3 072
Filiais no exterior a matrizes no Brasil (investimento reverso)	6 245	10 134	16 236	24 248	10 981	20 249
Operações entre empresas irmãs	-	-	-	5 760	3 887	670

Fonte: Banco Central do Brasil, Balanço de Pagamentos. Tabela elaborada pela autora.

Em relação à dívida externa das empresas não financeiras, que juntamente com os investimentos diretos estrangeiros compõem o fundo externo, esta se expandiu, em média, 3,64% a.a. entre 2011 e 2016, percentual inferior ao apresentado no período passado, que equivaleu à 7,23% a.a. Entre 2011 e 2015 cresceu 21,2% e apresentou queda de 1,3% entre 2015 e 2016. Em todo o período prevaleceu a dívida externa de longo prazo, que representou, em média, 98% da dívida externa das empresas não financeiras. A principal modalidade foram os empréstimos, seguidos pelos títulos da dívida e, em menor escala, o crédito comercial (TABELA 28). A prevalência dos empréstimos em relação aos títulos da dívida (que predominaram entre 2004 e 2008) pode estar refletindo inicialmente um movimento que começou em 2009 com a adoção das medidas macroprudenciais (especialmente aumento do IOF), seguido da redução do diferencial de juros entre 2011 e 2013 e do aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais a partir de meados de 2014.

**Tabela 28 – Dívida Externa das Empresas não-Financeiras, dez/2011 a dez/2016
(US\$ milhões)**

Dívida Externa	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Empresas não financeiras	95 159	102 238	106 888	112 466	115 364	113 789
Curto prazo	2 047	151	5	2 678	3 439	3 574
Títulos de dívida	115	-	-	84	509	441
Empréstimos	1 813	151	5	2 594	2 930	3 133
Crédito comercial	119	-	-	-	-	-
Longo prazo	93 112	102 087	106 883	109 788	111 925	110 214
Títulos de dívida	25 680	31 267	31 279	30 286	27 617	27 358
Empréstimos	65 703	69 028	74 084	78 180	83 108	81 663
Crédito comercial	1 729	1 792	1 520	1 321	1 200	1 194

Fonte: Dados Banco Central do Brasil. Tabela elaborada pela autora.

Houve uma expansão do fundo externo no período 2011-2016, apesar das adversidades e incertezas que caracterizaram tanto o cenário interno, como o cenário externo. Internamente, destacam-se: (i) a adoção de medidas macroprudenciais em 2011 e 2012 com vistas a conter o influxo de capitais para o país, especialmente capitais de caráter especulativo atraídos pelo diferencial de juros e incentivados pela continuidade do ciclo de expansão da liquidez mundial; (ii) a crise política e econômica iniciada em 2014 e o ambiente de incerteza crescente resultante dela; (iii) o profundo processo de recessão econômica ocorrido em 2015 e 2016. Externamente, a crise do Euro a partir de 2011 e a queda dos preços das *commodities* entre 2014 e 2016 levaram a um aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais, especialmente a partir de meados de 2014, quando houve uma reversão dos fluxos de capitais para os países emergentes.

A adoção das medidas macroprudenciais no início do período, acompanhadas do movimento de redução do diferencial de juros até 2013 e da depreciação cambial no período, contribuíram para uma melhora do perfil do fluxo de capitais para o país, limitando as operações de arbitragem e sinalizando para uma maior eficiência na utilização desses fluxos como fonte alternativa de financiamento do investimento. Contudo, o diferencial de juros sobe a partir de meados de 2013, como também foram retirados ainda em 2012 os controles de capital via imposto sobre fluxos de capitais de curto prazo (IOF sobre posições vendidas no mercado de derivativos de câmbio), revertendo este quadro.

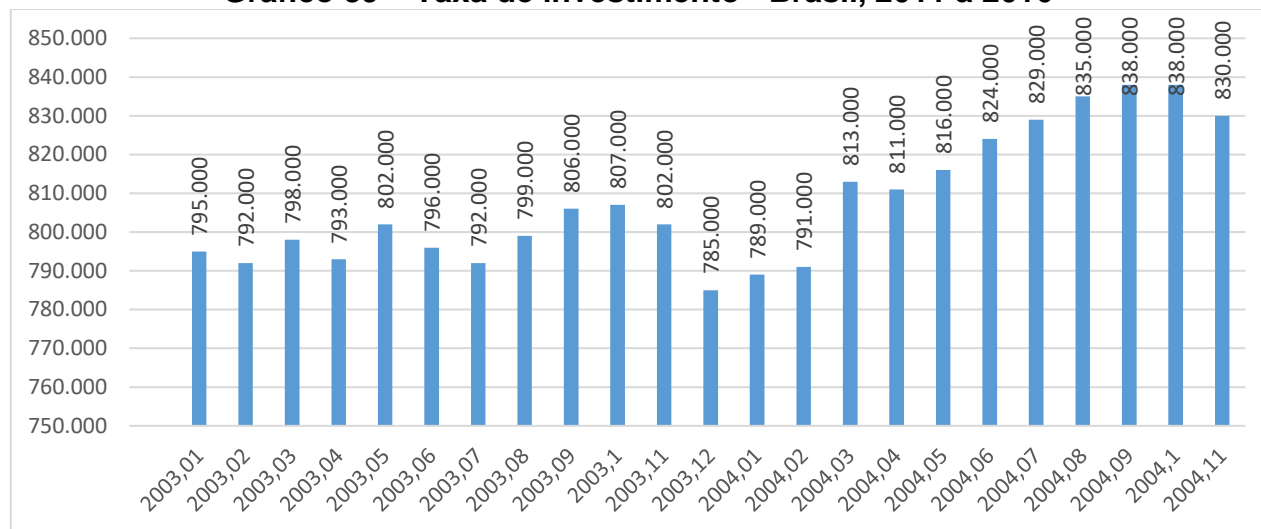
A despeito do crescimento da participação do fundo externo no financiamento de empresas e famílias entre 2014 e 2016 (TABELA 25), o peso ainda pequeno do fundo externo para o financiamento do investimento no país indica seu papel coadjuvante entre os três fundos de financiamento do investimento, no período em análise. Ademais, o aumento da participação do fundo externo no financiamento de empresas e famílias naquele triênio decorreu da retração mais elevada dos fundos interno e público (abalados pela crise da economia) em relação ao fundo externo, que também apresentou queda em 2015 e 2016 (GRÁFICO 5). Por fim, o fundo externo está superestimado, já que parcela do investimento direto estrangeiro não se destinou ao aumento do estoque de capital da economia, mas sim a ganhos de arbitragem com juros e a fusões e aquisições. Conforme verificado por Studart (1995) e Resende (2005), desde a década de 1950, quando se inicia a análise de Studart (1995), que os fundos interno e público mostram papel preponderante no financiamento do investimento no Brasil.

Não obstante, entre 2011 e 2013 há o aumento da participação do fundo externo no total das fontes de financiamento do investimento concomitantemente ao alcance da taxa de investimento da economia brasileira de seu nível mais elevado neste século XXI. Em termos absolutos, o fundo externo cresceu entre 2011 e 2014, tendo se reduzido no biênio 2015-2016 – as Tabelas 27 e 28 mostram, respectivamente, a evolução do investimento direto estrangeiro e da dívida externa das empresas não financeiras, no período. Após pequena queda da taxa de investimento direto em 2009, reflexo da crise financeira mundial, ela sobe a partir de 2010 até o primeiro trimestre de 2014, e, ao mesmo tempo, há uma melhora do perfil do fluxo de capitais para o país, com as operações de arbitragem sendo limitadas pela política econômica doméstica. Este cenário não permite rejeitar a hipótese de maior funcionalidade do fundo externo ao financiamento do investimento doméstico. Porém, a partir de 2014 verificam-se a queda dos preços das *commodities*, a retração dos três fundos de financiamento do investimento, o colapso das taxas de investimento e o mergulho da economia em profunda recessão.

A entrada de recursos externos direcionados para ganhos de arbitragem com o diferencial de juros interno e externo, que havia sido atenuada com a queda do diferencial

de juros e com a adoção de controle de capitais entre 2011 e 2012-13, cresce a partir de 2014, quando a taxa de investimento inicia uma trajetória de queda aguda, saindo de 20,73% do PIB no primeiro trimestre de 2014 para 14,68% do PIB no último trimestre de 2016 (GRÁFICO 39).

Gráfico 39 – Taxa de investimento - Brasil, 2011 a 2016



Fonte: Dados Ipeadata. Gráfico elaborado pela autora.

Este quadro sugere uma baixa funcionalidade do fundo externo a partir de 2014, tendo sido direcionado para o abatimento de dívidas e para especulação e ganhos no mercado financeiro em detrimento do financiamento do investimento no setor produtivo. Com efeito, Bruno e Cafée (2018) mostram que as principais dificuldades da economia brasileira observadas a partir de 2014 decorrem das especificidades de seu regime de acumulação subordinado às finanças, em que a financeirização pela renda de juros, por sua lógica e natureza, bloqueia o investimento produtivo. A financeirização da economia brasileira ensejou uma fonte alternativa ao uso dos recursos de empresas não financeiras, oriundos de seus fundos interno e externo, para garantir a rentabilidade de suas operações em contexto de acentuada retração da economia, entre 2014 e 2016. Além disso, dado o cenário de perda de dinamismo dos mercados externo e interno a partir de 2011, o decorrente esvaziamento da convenção otimista e, mais tarde, sua substituição por outra de cunho pessimista já seria fator impeditivo para a continuidade da fase ascendente do ciclo, terminada em 2010.

4.4 Papel e relevância dos três fundos para a fase descendente do ciclo 2011-16

O período 2011-16 foi caracterizado por um cenário adverso à constituição dos fundos alternativos de financiamento do investimento, especialmente no que diz respeito aos fundos público e interno. Destacam-se a desaceleração da economia mundial, a queda dos preços das *commodities* entre 2011 e 2016, a perda de dinamismo do mercado interno associada ao esgotamento do crescimento do crédito a família e firmas e à dinâmica do investimento público, seguida pela recessão em 2015 e 2016. Soma-se a este cenário a adoção de uma política fiscal equivocada, a trajetória de crescimento da taxa de juros a partir de meados de 2013 e à desvalorização cambial insuficiente para restabelecer a competitividade da indústria nacional.

Em relação ao fundo público, um dos seus principais componentes entre 2011 e 2014 foram as desonerações fiscais e os subsídios financeiros, além do crédito público. Estas medidas tinham como objetivo incentivar o investimento privado através da redução do custo das empresas e da constituição do fundo interno (aumento de margens). Entretanto, só conseguiu amenizar as condições adversas sobre a lucratividade das empresas, não sendo suficiente para alavancar o *animal spirits* dos empresários e o investimento.

Já em 2015 e 2016 o fundo público foi desestruturado, através da intensa redução das desonerações e subsídios, da queda ainda mais intensa dos investimentos públicos que já vinham perdendo espaço fiscal desde 2011, e da redução do crédito público.

Nesse período, a fragilidade e deficiência na estrutura de *funding*, que já havia se revelado como um obstáculo estrutural para a sustentabilidade do fundo público no período anterior, mostrou-se de forma mais clara. A queda das receitas públicas resultante da desaceleração econômica e da concessão de desonerações e subsídios, associada à rigidez e inércia dos gastos públicos e à política de obtenção de superávits primários, revelou a fragilidade das fontes de composição do fundo público. Além disso, e não menos importante, destaca-se o caráter contraditório (em relação à política de

obtenção de superávits primários) e insustentável das crescentes capitalizações do Tesouro como principal fonte de recursos do BNDES. Além de onerar as contas públicas, estas capitalizações associadas às altas taxas de juros praticadas no mercado de títulos públicos acabam inibindo o desenvolvimento do mercado de títulos privados no país. Também eram contraditórios e inconsistentes os objetivos da política fiscal, retirando sustentação da convenção otimista do período anterior: aumentar os investimentos públicos no âmbito do PAC e simultaneamente conceder isenções tributárias e subsídios, enquanto se perseguiriam superávits primários requeridos para pagamento de juros da ordem de 5% do PIB, em contexto de “contabilidade criativa” das contas públicas.

Não houve um diagnóstico do papel da capacidade ociosa para acomodar a fase de ascensão cíclica anterior. Com o aumento do uso da capacidade instalada, e deterioração do cenário externo e das condições para o aumento do crédito doméstico, o empuxo dado ao crescimento por exportações e consumo se arrefeceu, e neste cenário o investimento privado dificilmente reagiria, sem aumentar a demanda efetiva, desonerações tributárias não o estimulam. A opção seria o uso contracíclico do investimento público, mas, o governo assumiu em 2011 optando pelo seu uso pró-cíclico. Restou ao setor privado apenas aceitar os efeitos positivos das desonerações fiscais sobre suas margens, compensando parcialmente o comprometimento do fundo interno advindo dos efeitos adversos comentados a seguir.

O fundo interno, por sua vez, foi impactado diretamente, e de forma adversa, pela queda da demanda resultante da desaceleração da economia mundial e da perda de dinamismo do mercado interno, assim como pela queda dos preços das commodities, pelo aumento da taxa de juros e pela insuficiente desvalorização cambial - esta não apenas era insuficiente como também pouco efetiva no estímulo à demanda na medida em que as exportações brasileiras são preço-inelásticas (SERRANO; SUMMA, 2015). O baixo nível do desemprego, alcançando piso histórico, e o aumento real dos salários acima dos ganhos de produtividade em contexto de arrefecimento da demanda agregada, também contribuíram para a deterioração do fundo interno. O impacto negativo destes fatores sobre a constituição do fundo foi amenizado pela intensa política de desonerações fiscais

e subsídios financeiros, implementada entre 2011 e 2014. Entretanto, assim como o fundo público, o fundo interno também se desestruturou em 2015 e 2016, em função da expressiva redução das desonerações e subsídios e, principalmente, da recessão econômica vivida pelo país. Em suma, a desestruturação do fundo interno resultou de um círculo vicioso de queda da rentabilidade das empresas e aumento do endividamento e dos custos empresariais (resultante da piora das condições de financiamento), queda da demanda agregada e aumento da capacidade ociosa, deterioração das expectativas e consequente queda do investimento agregado.

O fundo externo aumentou sua participação como fonte de financiamento das empresas e famílias entre 2011-2016. Entretanto, especialmente entre 2014 e 2016, este crescimento esteve mais associado à queda de participação dos fundos interno e público que à expansão do fundo externo, que também apresentou queda no triênio considerado. Além disso, a tendência de direcionamento dos recursos deste fundo para o abatimento de dívidas, para especulação e ganhos no mercado financeiro em detrimento do financiamento do investimento no setor produtivo, tem sugerido a baixa funcionalidade do fundo para o financiamento do investimento. Ainda que este quadro tenha sido amenizado entre 2011 e 2013, com a adoção das medidas macroprudenciais no início do período, acompanhadas do movimento de redução do diferencial de juros até 2013 e da depreciação cambial. Estas medidas contribuíram para uma melhora do perfil do fluxo de capitais para o país, limitando as operações de arbitragem e sinalizando para uma maior eficiência na utilização desses fluxos como fonte alternativa de financiamento do investimento. Entretanto, a partir de 2014 este quadro se reverteu, revelando a pouca funcionalidade do fundo.

Em suma, cenários econômicos externo e interno desfavoráveis, associados à adoção de políticas econômicas equivocadas e pouco eficazes, levaram ao fraco desempenho dos fundos público e interno entre 2011 e 2014, à desestruturação destes em 2015 e 2016 e ao crescimento de convenção negativa – cite-se, também, o impacto da operação Lava Jato a partir de 2014. Portanto, a fase descendente do ciclo, iniciada em 2011, resultou da mudança dos pesos dos componentes dos fundos público e interno. No caso

do fundo público, a preponderância do investimento público e seu crescimento foi substituída pelas desonerações fiscais e subsídios, em um contexto de arrefecimento da demanda agregada (perda de dinamismo do consumo doméstico e deterioração do cenário externo). O fundo interno, por sua vez, perdeu o estímulo para sua formação oriundo do crescimento da demanda agregada, recebendo, em compensação, o estímulo das desonerações fiscais e subsídios. Esta mudança no peso dos seus componentes (demanda e *mark up*) até reduziu sua deterioração ligada à demanda, porém, este fundo é condição necessária para alavancar o investimento privado no Brasil, devido à debilidade de seu mercado de capitais, mas não é condição suficiente. Sem convenção otimista propiciada por expectativas de aumento da demanda o investimento privado não reage.

Neste cenário, o processo de financeirização da economia brasileira ensejou uma fonte alternativa ao uso dos recursos de empresas não financeiras, oriundos de seus fundos interno e externo, para garantir a rentabilidade de suas operações em contexto de acentuada retração da economia, entre 2014 e 2016. O que reforçou ainda mais a queda do investimento no período.

5 CONCLUSÃO

No Brasil o mercado de capitais não se desenvolveu e, por isso, não foi constituído o mecanismo tradicional de *finance-funding* das economias monetárias. A consequência foi a constituição de um arranjo financeiro alternativo para financiar e sustentar o investimento e o crescimento da economia. Segundo Studart (1995) e Resende (2005), este arranjo alternativo sempre resultou da combinação de três fundos: fundo público, fundo interno e fundo externo. Neste sentido, o objetivo principal da tese foi analisar a constituição e o desempenho destes três fundos de financiamento do investimento no Brasil entre 2004 e 2016 e assim verificar a hipótese de que eles atuaram enquanto arranjo financeiro alternativo aos mecanismos tradicionais de *finance* e *funding* para financiar o ciclo da economia brasileira entre 2004 e 2016. Para cumprir com este objetivo, utilizou-se como substrato teórico a abordagem Pós-Keynesiana referente às prescrições de políticas macroeconômicas, ao comportamento convencional dos agentes, à decisão de investir e ao financiamento do investimento. A evolução do sistema financeiro brasileiro (SFB) foi apresentada no segundo capítulo, em que pode se verificar sua baixa funcionalidade, a debilidade do seu mercado de capitais e a consequente necessidade de um arranjo financeiro alternativo aos mecanismos tradicionais de *finance* e *funding*.

Os capítulos 3 e 4 procuraram provar a hipótese de que os fundos interno, público e externo atuaram enquanto arranjos financeiros alternativos para financiar o ciclo da economia brasileira entre 2004 e 2016. Foram analisadas as políticas macroeconômicas implementadas e sua relação com as convenções formadas (crenças compartilhadas) e com a constituição dos fundos alternativos de financiamento do investimento, visando identificar o papel das políticas macroeconômicas e dos fundos no ciclo 2004-16. A análise apresentada nestes capítulos permitiu corroborar a hipótese central da tese de que permanece, no Brasil, um mecanismo financeiro alternativo aos mecanismos tradicionais de *finance* e *funding*, mesmo diante das mudanças na forma de atuação do SFB e das inovações apresentadas nos cenários financeiros nacional e internacional.

Além disso, permitiu mostrar que a constituição e articulação dos três fundos são fortemente influenciadas pelas políticas econômicas adotadas, revelando o caráter frágil e instável deste arranjo e reforçando a baixa funcionalidade do SFB.

O terceiro capítulo mostrou que entre 2004 e 2010 o crescimento da economia brasileira foi *export-and-consumption led* devido à existência de capacidade ociosa, que acomodou as contradições da política macroeconômica e mitigou a pressão sobre o investimento agregado e seus fundos de financiamento, viabilizando a fase ascendente do ciclo. A valorização do preço das *commodities* no mercado internacional, o crescimento do comércio mundial e o aumento da liquidez internacional caracterizaram um mercado externo benigno para a economia brasileira, especialmente entre 2004 e 2008. Internamente, além do impulso resultante do multiplicador dos gastos do setor exportador, o processo de distribuição da renda engendrado pelo aumento real do salário mínimo e por programas de transferência de renda, a expansão do investimento público e o espetacular aumento da participação do crédito no PIB, foram determinantes para a dinamização e o crescimento da economia brasileira no período – a apreciação da taxa de câmbio real também estimulou a economia ao incentivar o consumo privado, embora no médio/longo prazo seu efeito fosse perverso para o investimento e o crescimento econômico do país.

Neste período as políticas macroeconômicas implantadas mostraram-se incoerentes e contraditórias. No campo fiscal a convenção da estabilidade perseguiu metas de superávit primário em torno dos 4% do PIB, enquanto as altas taxas de juros praticadas pela política monetária, associada à apreciação cambial oneravam as contas públicas. Além disso, a combinação perversa entre juros elevados e câmbio apreciado prejudicou o investimento agregado ao aumentar seu custo e comprimir os lucros da indústria. Havia uma contradição entre a política cambial, as políticas sociais e de estímulo ao consumo: o câmbio real apreciado elevava o poder aquisitivo dos trabalhadores incentivando o consumo, somando-se aos estímulos das políticas de transferência de renda, salarial e de crédito. Mas, ao mesmo tempo, inibia o lucro e, portanto, o fundo interno, limitando o investimento privado. Com baixo nível de investimentos mitigavam-se os ganhos de

produtividade e inviabilizava-se a continuidade da política de aumentos reais de salários, como também do aumento do emprego, e, assim sendo, esgotava-se a política de aumento do crédito. Estes problemas eram reforçados pela queda da competitividade da economia que a insuficiência de investimentos e de ganhos de produtividade proporcionavam. Por fim, sem o investimento agregado alcançar um nível adequado, futuramente a oferta agregada e o emprego não poderiam acompanhar o aumento da demanda proporcionado pelas políticas sociais e de expansão do consumo citadas. Enquanto houvesse capacidade ociosa e um baixo nível do patamar da relação crédito/PIB estas contradições seriam acomodadas e o crescimento poderia prescindir de elevadas taxas de investimento e, portanto, de fundos robustos o suficiente para garantir tais taxas. Estas incoerências prejudicaram a construção de convenções otimistas e consolidaram um limite máximo para a taxa de investimento.

A capacidade ociosa existente viabilizou o crescimento da economia brasileira a uma taxa média acima de 4% ao ano entre 2004 e 2010, a partir do estímulo de demanda oriundo das exportações e do consumo, e secundariamente do investimento, cuja taxa de crescimento no período foi alta, porém, partindo de base muito baixa. Isto é, os níveis da taxa de investimento nunca foram altos o suficiente para explicar o crescimento médio anual da economia de 4,5% no período. A percepção de que era possível crescer assim impediu que a convenção pessimista emergisse mesmo que o investimento não fosse elevado e no contexto da contradição citada. Ou seja, o teto imposto ao investimento privado pela apreciação cambial e pela elevada taxa de juros não impediu a fase ascendente do ciclo, porque não era necessária uma elevada taxa de investimento privado enquanto fosse possível crescer ocupando a capacidade ociosa via aumento das exportações e do consumo, principalmente.

Neste contexto, os fundos de financiamento do investimento cresceram de forma moderada, favorecidos pelas conjunturas externa e interna, apesar das contradições da política macroeconômica. O estímulo ao fundo interno decorrente da ampliação da demanda agregada foi, de certa maneira, mitigado pela combinação perversa das políticas monetária e cambial, através das altas taxas de juros associadas ao câmbio real

apreciado. Tal combinação, além de reduzir a competitividade da indústria nacional, incentivou a adoção de práticas especulativas por parte das empresas não financeiras. Tais práticas, ao mesmo tempo em que contribuíram para manter ou aumentar a lucratividade das empresas em um cenário de redução da competitividade do setor industrial (apesar das perdas de algumas empresas com o efeito-contágio da crise em 2008), também limitaram a destinação dos recursos do fundo interno para o financiamento do investimento.

A ampliação do fundo público relacionou-se principalmente ao crescimento do investimento público e dos desembolsos do BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, favorecida pelo crescimento econômico e consequente expansão da arrecadação. Ainda assim, a deficiência na estrutura de *funding* se revelou um obstáculo estrutural para a sustentabilidade deste fundo.

O fundo externo calcou-se no aumento do investimento direto no país e da dívida externa das empresas não financeiras do setor privado. O ciclo de crescimento da economia brasileira, associado à dinâmica macroeconômica caracterizada pela apreciação da moeda, diferencial positivo entre juros internos e externos, expansão da liquidez mundial e à insuficiência das fontes de financiamento internas, contribuiu para o crescimento da procura por financiamento externo e, conseqüentemente, para a formação do fundo externo no período. Entretanto, parcela dos recursos do fundo foram destinados à obtenção de ganhos financeiros por parte das empresas e a fusões e aquisições, em detrimento da expansão da produção, o que foi reforçado pelas políticas monetária e cambial adotadas.

Em suma, a conjuntura econômica, interna e externa, favoreceu a constituição dos fundos público, interno e externo entre 2004 e 2010. Entretanto, a condução da política econômica impactou de forma diferenciada a constituição e o desempenho dos fundos. Por um lado, a política fiscal expansionista (expansão do investimento) e a ampliação do crédito público foram de extrema importância para a constituição dos fundos público e interno, apesar de ter se desenvolvido sobre uma base frágil e insustentável no longo prazo. Por outro lado, as políticas monetária e cambial, além de inibirem a formação dos

fundos por meio das altas taxas de juros praticadas e do câmbio apreciado - juros elevados e câmbio apreciado afetam as contas públicas (fundo público) e a lucratividade dos setores, principalmente os *tradables* (fundo interno) -, também restringiram a destinação do fundo interno para o financiamento do investimento, ao inibirem convenção otimista e incentivarem a financeirização e as operações que visavam os ganhos de arbitragem.

Contrária à fase de 2004-2010 do ciclo, a fase de 2011-2016, analisada no capítulo 4, foi caracterizada pelo descenso do ciclo, e resultou do caráter da mudança no peso dos componentes dos fundos público e interno de financiamento do investimento no contexto de arrefecimento do crescimento do consumo doméstico e deterioração do cenário externo. Grosso modo, o cenário adverso foi caracterizado pela desaceleração da economia mundial, queda dos preços das *commodities* entre 2011 e 2016 e perda de dinamismo do mercado interno entre 2011 e 2014, seguida pela recessão em 2015 e 2016 – destacam-se, em 2011, o esgotamento do aumento do crédito, o controle do crédito privado por medidas macroprudenciais, a não concessão de aumento real do salário mínimo e o aumento da taxa de juros básica do final de 2010 a meados de 2011 (Serrano e Summa, 2015). Soma-se a este cenário a adoção de uma política fiscal equivocada (contração fiscal em 2011 e após 2014, especialmente queda dos investimentos públicos), a trajetória de baixa e posterior crescimento da taxa de juros a partir de meados de 2013, a desvalorização cambial insuficiente e pouco eficaz no estímulo à demanda, na medida em que as exportações brasileiras são preço-inelásticas (Serrano e Suma, 2015), o esgotamento do aumento da relação crédito/PIB, a crise política vivenciada a partir de 2014 e os impactos da Operação Lava Jato que intensificaram a perda de dinamismo da demanda agregada.

Associado a este cenário adverso, as políticas fiscal, cambial e monetária, contraditórias e inconsistentes, impactaram negativamente as convenções dos agentes. Entretanto, a acomodação destas inconsistências, propiciada pela capacidade ociosa da economia entre 2004 e 2010, não foi possível no período 2011-2016 devido aos sinais de

esgotamento da capacidade ociosa, em particular o aquecimento do mercado de trabalho, em que a taxa de desemprego atingiu 6% em 2011 (IBGE, 2016).

O baixo investimento do período anterior contribuiu para amenizar o crescimento da produtividade, da oferta agregada e do emprego no período 2011-16, comprometendo os aumentos reais dos salários e do crédito ao consumo, em um contexto de baixa capacidade ociosa. O aumento da demanda agregada superior ao aumento da oferta agregada se traduziu em inflação e vazamento da demanda para o exterior e, assim, deterioração das transações correntes e do estímulo da demanda ao crescimento doméstico. Ou seja, a expansão da demanda agregada no período 2011-16, em contexto de baixa capacidade ociosa até 2013, foi comprometida pelo baixo investimento do período anterior e crescimento ainda insuficiente do investimento após 2010. Além disso, as políticas macroeconômicas, especialmente a contração fiscal em 2011 e após 2014 (em que se destaca a queda do investimento público), perderam a oportunidade de atuar de forma contracíclica. Dados os diversos equívocos e inconsistências das políticas macroeconômicas, a deterioração do cenário externo e o esgotamento do aumento do crédito a famílias e firmas pelo seu crescente endividamento, a convenção otimista se arrefeceu, limitando o investimento privado. Neste quadro, com utilização da capacidade instalada na indústria de 84,02% em 2011, não havia outra saída senão o aumento do investimento público, já em 2011, exatamente o contrário do que foi feito.

Neste cenário, ocorreu uma mudança no peso dos componentes dos fundos público e interno. No caso do fundo público, a queda da arrecadação decorrente da desaceleração econômica e da implantação de uma ampla política de desonerações fiscais e financeiras (entre 2011 e 2014), reduziu o espaço fiscal para a concessão dos investimentos públicos, desestruturando assim um importante mecanismo de indução do investimento privado (por meio do efeito *crowding in*). Ou seja, no âmbito do fundo público, a preponderância do investimento público e seu crescimento foi substituída pelas desonerações fiscais e subsídios. Esta situação evoluiu de tal forma que, diante da recessão econômica em 2015 e 2016, o fundo público foi desestruturado, por meio do impacto da recessão sobre a arrecadação, resultando na intensa redução das

desonerações e subsídios, na queda ainda mais intensa dos investimentos públicos que já vinham perdendo espaço fiscal desde 2011, e na redução do crédito público.

O fundo interno, por sua vez, sofreu os impactos da queda da demanda agregada, do aumento das taxas de juros a partir de meados de 2013, da insuficiente e ineficiente desvalorização cambial e também, do baixo nível do desemprego. Este alcançou piso histórico e estava associado ao aumento real dos salários acima dos ganhos de produtividade em contexto de arrefecimento da demanda agregada. Estes impactos foram amenizados pela intensa política de desonerações fiscais e subsídios financeiros implementada entre 2011 e 2014. Ou seja, o fundo interno perdeu o estímulo para sua formação oriundo do crescimento da demanda agregada, recebendo, em compensação, o estímulo das desonerações fiscais e subsídios. Embora estas últimas contribuíssem para a ampliação dos *mark ups*, robustecendo o peso deste componente do fundo interno, a redução do peso do seu outro componente, a demanda agregada, impediu o surgimento de convenção otimista que incentivasse o investimento privado. Não basta a formação do fundo interno para o investimento privado crescer, convenção otimista também é crucial. Assim como o fundo público, o fundo interno também se desestruturou em 2015 e 2016, em função da expressiva redução das desonerações e subsídios e, principalmente, da recessão econômica vivida pelo país.

O fundo externo aumentou sua participação relativa como fonte de financiamento das empresas e famílias entre 2011-2016. Entretanto, especialmente entre 2014 e 2016, este crescimento relativo esteve mais associado à queda de participação dos fundos interno e público (abalados pela crise da economia) na soma dos três fundos, que à expansão do fundo externo, que também apresentou queda no triênio considerado. Além disso, a tendência de direcionamento dos recursos deste fundo para o abatimento de dívidas e para especulação e ganhos no mercado financeiro em detrimento do financiamento do investimento no setor produtivo, tem sugerido a baixa funcionalidade do fundo externo para o financiamento do investimento.

Portanto, a comprovação da hipótese defendida na tese de que no Brasil os fundos interno, público e externo permaneceram neste início do século XXI como as principais

fontes de financiamento do investimento e do crescimento ilustra a fragilidade, a pouca funcionalidade e a vulnerabilidade do SFB. O modo de constituição destes fundos, fortemente atrelada à conjuntura econômica e às políticas econômicas adotadas, revelou o caráter instável e pouco sustentável das fontes de financiamento no país. Estas se mostraram ainda fortemente dependentes da atuação do Estado como financiador e principal articulador dos mecanismos de financiamento, revelando que mesmo diante das inovações e avanços do SFB, permanece o padrão de financiamento que prevaleceu nos períodos anteriores.

A análise do ciclo de crescimento 2004-2016 permitiu comprovar que, de fato, as políticas econômicas implantadas de forma pouco transparente, e muitas vezes, confusas, contraditórias e equivocadas, associadas a instituições ainda fracas, incentivaram as práticas especulativas e inibiram o desenvolvimento e a funcionalidade do SFB, especialmente do mercado de capitais. Especificamente, o mercado de títulos públicos e o crescimento da financeirização e das operações de caráter puramente especulativo se revelaram como uma alternativa perigosa e pouco sustentável de alocação da riqueza, desviando os recursos da “circulação industrial” e comprometendo o crescimento econômico do país.

Desta forma, espera-se que as principais contribuições desta tese, quais sejam a de mostrar a permanência do arranjo alternativo de financiamento do investimento e a forma que este arranjo se articulou para gerar o crescimento entre 2004 e 2010 e se desestruturou levando à queda do ciclo entre 2011-2016, que revelou sua fragilidade e pouca sustentabilidade, desperte para a necessidade de se ampliar o debate sobre a configuração de um novo padrão público e privado de financiamento doméstico.

Especialmente neste momento em que o país passa por um novo ciclo político e por uma fraca recuperação econômica, acredita-se que o caminho para uma maior funcionalidade do SFB passa por: (i) estabilidade macroeconômica e a redução da volatilidade do crescimento econômico; (ii) mudanças regulatórias que incentivem o desenvolvimento do mercado de capitais, que sejam prudenciais e antimonopólicas, e que promovam a reorientação das aplicações do sistema bancário para o atendimento de demandas

privadas por crédito; (iii) fortalecimento do mercado de crédito corporativo doméstico; (iv) mudanças no perfil da dívida pública; (v) participação do Estado (incluindo bancos públicos) como agente coordenador, regulador e financiador. (CARVALHO, 2003; PAULA; FARIA Jr., 2012).

Em termos de desenvolvimento futuro, considera-se importante a estimação de uma função de investimento privado para o Brasil que contemple entre seus determinantes os fundos interno, público e externo. A estimação dessa função permitiria analisar estatisticamente a importância dos fundos alternativos de financiamento do investimento como determinantes da formação bruta de capital fixo no Brasil. Questão ainda pouco explorada na literatura sobre o tema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDI. **Indústria e Desenvolvimento:** Instrumentos de Política Industrial no Brasil – Evolução da Legislação Brasileira de Apoio ao Desenvolvimento da Produção: Problemas e Desafios para Melhoria. Brasília, DF: ABDI; IPEAD, 2013.

AFONSO, J. R. R; GOBETTI, S. W. **Impactos das reformas tributária e dos gastos públicos sobre o crescimento e os investimentos:** o caso do Brasil. Santiago de Chile: Nações Unidas/Cepal, 2015. (Série Macroeconomia do Desenvolvimento, n. 167).

ALLEN, F.; SANTOMERO, A. M. *The theory of financial intermediation. Journal of Banking and Finance*, v.21, p. 1461-1485, 1997 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

ALLEN, F.; SANTOMERO, A. M. *What do financial intermediaries do? Wharton Financial Institutions Center*, September 1999 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

AMARAL, R.Q., OREIRO, J. L. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.12, n.3, p. 491-517, set./dez. 2008.

ARESTIS, P.; FERRARI-FILHO, F.; TERRA, F. H. B. *Post Keynesian Macroeconomic Regime Policy. In: FERRARI-FILHO, F.; TERRA, F. H. B. (org.). Keynes: ensaios sobre os 80 Anos da Teoria Geral*. Porto Alegre: Tomo Editorial, 2016.

ARESTIS, P.; GLICKMAN, M. *Financial Crisis in Southeast Asia: dispelling Illusion The Minskyan Way. Cambridge Journal of Economics, Oxford University Press*, v. 26, n. 2, March 2002, p. 237-260.

ASCHAUER, D. A. *Is public expenditure productive? Journal of Monetary Economics*, 23, p. 177-200, 1989 *apud* RESENDE, M. F. C.; TERRA, F. H. B. Economic and Social Policies Inconsistency, Conventions and Crisis in the Brazilian Economy, 2011-2016. *In: ARESTIS, P.; TRONCOSO BALTAR, C.; PRATES, D. (ed.) The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, 2017.

AVDJIEV, S.; CHUI, M. E.; SHIN, H. S. Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, December 2014 *apud* BIANCARELLI, A. M.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. Ciclos de liquidez global e crédito

doméstico: canais de transmissão e a experiência brasileira recente. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 45., 2017, Natal, RN. **Anais [...]**. Natal/RN: ANPEC, 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balço de Pagamentos**. Apresentação por setores institucionais. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2007. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/BalPagSet_P.pdf. Acesso em: 18 abr. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Indicadores Fiscais**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2004-Indicadores%20Fiscais.pdf>. Acesso em: 26 jun. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Séries Temporais**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2018a. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarValores>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Notas Econômico Financeiras para a imprensa: histórico-estatísticas fiscais**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2018b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>. Acesso em: 20 jan. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Home Page**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 25 set. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas econômico-financeiras para a imprensa-Setor externo**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2004-2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicoestatisticas>. Acesso em: 20 abr. 2019.

BANCO DO BRASIL. **Relatório Análise de Desempenho 4T10**, 2010. Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/4T10DUAnaliseDesemp.pdf>. Acesso em: 13 jan. 2019.

BANCO DO BRASIL. Informações Financeiras - 2004 e 2005: **Relatórios de desempenho**, 2006 a 2010: Séries históricas, 2004 a 2010. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 12 fev. 2019.

BANCO DO BRASIL. **Relatórios de desempenho, 2011 a 2016**: Séries históricas. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 12 fev. 2019.

BASTOS, E. K. X.; FONTES, P. V. S. **Mercado de Câmbio Brasileiro, Intervenções do Banco Central e Controles de Capitais de 1999 a 2012**. Rio de Janeiro: IPEA, 2014. (Texto para Discussão 1934).

BERNSTON, G. J.; SMITH Jr., C. W. A transactions cost approach to the theory of financial intermediation. **Journal of Finance**, v. 31, p. 215-231, 1976 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

BIANCARELLI, A. M.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. Ciclos de liquidez global e crédito doméstico: canais de transmissão e a experiência brasileira recente. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 45., 2017, Natal, RN. **Anais [...]**. Natal/RN: ANPEC, 2017. v.1, p.1-3.

BID-Banco Interamericano de Desenvolvimento. **Libertar o Crédito: como aprofundar e estabilizar o financiamento bancário**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

BNDES. **Banco Nacional de Desenvolvimento Social**. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads>. Acesso em: 18 jan. 2019.

BOYD, J. H.; SMITH, B. D. **The evolution of debt and equity markets in economic development**. Berlin, **Economic Theory**, v. 12, p.519-560, out. 1998.

BRASIL. Presidência da República. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. **7º Balanço do PAC**. Brasília, DF: Presidência da República, 2009.

BRASIL. Presidência da República. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. **11º Balanço do PAC**. Brasília, DF: Presidência da República, 2010.

BRASIL. Receita Federal. **Demonstrativos dos Gastos Tributários Bases Efetivas**. Brasília, DF: Ministério da Fazenda Receita Federal, 2018.

BRESSER-PEREIRA, L. C., OREIRO, J. L.; MARCONI, N. **Developmental Macroeconomics**, London, UK: Routledge, 2015.

BRUNO, M. A. P.; CAFEE, A. R. D. Determinantes das taxas de lucro e de acumulação no Brasil: os fatores estruturais da deterioração conjuntural de 2014-2015. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 38, n. 2, p. 237-260, abr./jun. 2018.

CALDERÓN, C.; SERVÉN, L. The effects of infrastructure development on growth and income distribution. Working Paper n. 270, Santiago: Chile: Central Bank of Chile, 2004 *apud* RESENDE, M. F. C.; TERRA, F. H. B. Economic and Social Policies Inconsistency, Conventions and Crisis in the Brazilian Economy, 2011-2016. In: ARESTIS, P.; TRONCOSO BALTAR, C.; PRATES, D. (ed.) **The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008**. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, 2017.

CAMPBELL, T. S.; KRACAW, W. A. *Information production, market signaling, and the theory of financial intermediation*. **Journal of Finance**, v. 35, p. 863-882, 1980 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

CANO, W., SILVA, A. L. G. **Política Industrial do Governo Lula**. Campinas, SP: IE; UNICAMP, 2010. (Texto para discussão, 181).

CARNEIRO, R. M. *et al.* Subprojeto padrões de financiamento das empresas não financeiras no Brasil. **Relatório Síntese. Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Projeto de pesquisa BNDES-FECAMP 2008/09. Campinas, SP: IE/UNICAMP; IE/UFRJ, 2009.

CARVALHO, F. J. C. de. **Mr. Keynes and the Post Keynesians**. Edward Elgar, Aldershot, Inglaterra, 1992.

CARVALHO, F. J. C. de. Sistema Financeiro, Crescimento e Inclusão. **Seminário Brasil em Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, IE/UFRJ, 2003. Mimeo.

CARVALHO, F. J. C. de. **Investimento, Poupança e Financiamento**: Financiando o Crescimento com Inclusão Social. Rio de Janeiro, IE/UFRJ, 2004. (Texto para Discussão).

CARVALHO, F. J. C. de. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 323-336, out./dez. 2005.

CARVALHO, F. J. C. de. *et al.* **Economia Monetária e Financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2007.

CARVALHO, F. J. C. de. A economia keynesiana e a moeda na economia moderna. *In*: GONZAGA, F.; CROCCO, M. A. (org.). **Moeda e Território**: Uma Interpretação da Dinâmica Regional Brasileira. Coleção Economia e Sociedade. Belo Horizonte: Autêntica, p. 29-38, 2006.

CARVALHO, F. J. C. de. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 13, n. 3 (51), julh./set. 1993.

CARVALHO, F. J. C. de. **Expectativas, incerteza e convenções**. Estratégias de desenvolvimento, política industrial e inovação: ensaios em memória de Fabio Erber. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, p. 236-258, 2014.

CARVALHO, L. **Valsa Brasileira: Do boom ao caos econômico**. São Paulo: Todavia, 2018.

CEF – Caixa Econômica Federal. **Notas Explicativas da administração às demonstrações financeiras (2004 a 2010)**. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/relacoes-com-investidores/central-resultados/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 25 mar. 2019.

CEMEC. **Nota CEMEC/FIPE 06/2018**: Relatório trimestral de financiamento dos investimentos no Brasil, São Paulo, jun. 2018.

CEMEC. **Nota CEMEC 02/2017**: Relatório trimestral de financiamento dos investimentos no Brasil, São Paulo, mar. 2017.

CHANG, H. J.; GRABEL, I. **Reclaiming Development: An Alternative Economic Policy Manual**. London: Zed Books, 2004.

CHICK, V. *The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest*. In: CHICK, V. **On Money, Method and Keynes: Selected Essays**. London: MacMillan, 1992.

CROCCO, M. A. **Moeda e Desenvolvimento Regional e Urbano: uma leitura keynesiana e sua aplicação ao caso brasileiro**. 2010. Tese (Tese Professor titular) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte/MG, 2010.

CURADO, M.; CURADO, T. **Uma estimativa dos custos fiscais da política industrial recente**. Rio de Janeiro: IPEA, 2016. (Texto para discussão, 2248).

DAVIDSON, Paul. Reviving Keynes's Revolution. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.6, n. 4, Summer 1984, p. 561-575. Disponível em: *JSTOR*, www.jstor.org/stable/4537848. Acesso em: 28 fev. 2017.

DAVIDSON, Paul. Finance, funding, saving, and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 9, n. 1, p. 101-110, 1986. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/01603477.1986.11489603>. Acesso em: 28 fev. 2017.

DAVIDSON, Paul. **Money and the Real World**. London: MacMillan, 1972.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Stock market development and firm financing choices. **World Bank Economic Review** 10, 1996, p. 341–370.

DEQUECH, D. Incerteza num sentido forte: significado e fontes. In: PAULA, L. F.; SICSÚ, J. (org.). **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, p. 88-108, 1999, cap. 3.

DIAMOND, D. *Financial intermediation and delegated monitoring*. *Review of Economic Studies*, v. LI, p. 393-414, 1984 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

DIAZ-ALEJANDRO, C. Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. **Journal of Development Economics**, v. 19, p. 1-24, 1985. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(85\)90036-7](https://doi.org/10.1016/0304-3878(85)90036-7). Acesso em: 24 out. 2014.

DODD, R.; GRIFFITH-JONES, S. Brazil's Derivatives Markets: Hedging, Central Bank Intervention and Regulation, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). **Series Históricas from Naciones Unidas Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)**, n. 20, 2007. Disponível em: <http://repositorio.cepal.org/handle/11362/8868>. Acesso em: 24 out. 2014.

DOW, S. C. Post Keynesian monetary theory for an open economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 9, n. 2, Winter, (Inverno, 1986-1987), p. 237-257. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/4538006>. Acesso em: 3 out. 2014.

DOW, S. C. **Money and the economic process**, Aldershot, Editora Edward Elgar, 1993.

DOW, S. C. *International liquidity preference and endogenous credit creation*. In: DEPREZ, Johan; HARVEY, John (ed.). **Foundations of international economics: post Keynesian perspectives**, London: Routledge, 1999. p. 153-170.

FAMA, E. F. Banking and theory of finance. **Journal of Monetary Economics**, v.10, p.39-57, 1980 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

FARHI, M. Os impactos dos derivativos no Brasil. In: MARCOLINO, L. C; CARNEIRO, R. Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil. São Paulo: Publisher Brasil; Editora Gráfica Atitude, 2010. p. 209-232.

FEIJÓ, C. A.; LAMÔNICA, M. T.; BASTOS, J. C. A. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n.4, p. 539-561, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/01603477.2016.1148616>. Acesso em: 18 jan. 2017.

FEIJÓ, C. A.; CERQUEIRA, L. F. Econometric evidence on the determinants of the mark up of industrial Brazilian firms in the 1990s. **Economia**, Brasília, DF, v. 14, p. 91-120, 2013.

FERRARI-FILHO, F. **Política Comercial, Taxa de Câmbio e Moeda Internacional: uma análise a partir de Keynes**. Porto Alegre, ed. UFRGS, 2006.

FRANCO, G. The real plan and exchange rate. **Essays International Finance**, New Jersey, Princeton University, n. 216, 2000.

FRITZ, B.; PAULA, L. F.; PRATES, D. M. Hierarquia de moedas e redução da autonomia de política econômica em economias periféricas emergentes: uma análise Keynesiano-estruturalista. In: FERRARI-FILHO, F.; TERRA, F. H. B. (ed.). **Keynes: Ensaio sobre os 80 Anos da Teoria Geral**. Porto Alegre, Brazil: Tomo, 2016. p. 177-202,

FRY, M. J. Saving, Investment, Growth and the Cost of Financial Repression. **World Development**, v. 8, Issue 4, p.317-27, April 1980. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(80\)90030-3](https://doi.org/10.1016/0305-750X(80)90030-3). Acesso em: 15 ago. 2014.

GALA, P. Real Exchange Rate Levels and Economic Development: theoretical analysis and empirical evidence. **Cambridge Journal of Economics**, Cambridge, 32, p. 273-288, 2008.

GOBETTI, S. W. Ajuste Fiscal no Brasil: os limites do possível. **Texto para Discussão**, n. 2037. Brasília, DF: IPEA, 2015. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3438/1/td_2037.pdf. Acesso em: 31 maio 2018.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. Flexibilização Fiscal: Novas Evidências e Desafios. **Texto para Discussão**, n. 2132. Rio de Janeiro: IPEA, 2015. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2132.pdf. Acesso em: 31 maio 2018.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. **Classificação e análise das despesas públicas federais pela ótica macroeconômica (2002-2009)**. (Texto para Discussão, n. 1.485). IPEA, Brasília, DF, abr. 2010.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. O. **Resultado primário e contabilidade criativa: reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral**. Texto para Discussão, n. 2288. Brasília, DF: IPEA, 2017. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2288.pdf. Acesso em: 19 jul. 2018.

GRABEL, I. *Speculation-led economic development: toward a post-keynesian interpretation of financial liberalization programs in the third world*. **International Review of Applied Economic**, v. 9, Issue 2, 1995. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/758538249>. Acesso em: 4 set. 2014.

GRABEL, I. Financial Systems and Economic Development in the 21st Century: Are we all Keynesian yet? *In*: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (ed.). 21st Century Keynesian Economics, **International Papers in Political Economy Series**, Palgrave Macmillan, London, 2010.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELOS, M. A. S.; TONETO JÚNIOR, R. **Economia Brasileira Contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2015.

GURLEY, J.; SHAW, E. *Financial aspects of economic development*. **American Economic Review**, v. XLV, n. 4, p. 515-538, 1955.

GURLEY, J.; Shaw, E. **Money in a Theory of Finance**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1960.

GUTTENTAG, J. M.; LINDSAY, R. The uniqueness of commercial banks. *Journal of Political Economy*, v. 71, p. 991-1014, 1968 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Revista Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n. 82, p.11-33, nov. 2008.

HERMANN, J. Financiamento de Investimentos no Brasil: evolução recente, quadro atual e perspectivas. *In*: OLIVEIRA, A.; PINTO JÚNIOR, H. Q. (ed.). **Financiamento do Setor Elétrico Brasil: Inovações Financeiras e Novo Modo de Organização Industrial**. Rio de Janeiro: Garamond, 1998.

HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 3, p.394-414, julh./set. 2011.

HERMANN, J. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: restatement ou autocrítica? **Revista Nova Economia**, Belo Horizonte, UFMG, v. 13, n. 2, p. 137-172, jul./dez. 2003.

HERMANN, J.; PAULA, L. F. Economic development and the functionality of the financial system in Brazil: a Keynesian approach. **Financial Stability and Growth: Perspectives on financial regulation and the new developmentalism**. Abingdon: Routledge, v. 27, n. 1, p. 153-179, 2014. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2011/63.pdf>. Acesso em: 11 maio 2016.

HUYBENS, E.; SMITH, R. *Inflation, financial markets, and long-run real activity*. **Journal of Monetary Economics**, v. 43, Issue 2, p. 283-315, April 1999. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(98\)00060-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(98)00060-9). Acesso em: 31 jan. 2018.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Contas Nacionais**. Brasília, IBGE, 2019. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais.htm>. Acesso em: 6 julh. 2019.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Contas Nacionais**. Brasília, IBGE, 2018. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais.htm>. Acesso em: 25 abr. 2018.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Pesquisa Mensal de Emprego: Séries Históricas**. Brasília, DF: IBGE, 2016. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9180-pesquisa-mensal-de-emprego.html?edicao=9182&t=series-historicas>. Acesso em: 30 jul. 2018.

IEDI. **Carta IEDI**. A volta do endividamento externo. Edição 434, 2010. Disponível em: https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_434_a_volta_do_endividamento_externo.html. Acesso em: 9 abr. 2019.

IEDI. **Carta IEDI**. O novo boom do endividamento externo brasileiro. Edição 472, 2011. Disponível em: https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_472_o_novo_boom_do_endividamento_externo_brasileiro.html. Acesso em: 9 abr. 2019.

IEDI. **Carta IEDI**. Sem Lucro, Sem Investimento. Edição 738, 2016. Disponível em: https://iedi.org.br/artigos/top/estudos_industria/20160624_sem_lucro_sem_investimento.html. Acesso em: 8 jun. 2019.

IMF. World Economic Outlook, April, **International Monetary Fund**, Washington, DC, 2019.

IPEA. Balanço de Pagamentos. **Conjuntura em Foco**, n. 14, ano 3, jun. 2011a. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura_em_foco/110615_conjunturaemfoco.pdf. Acesso em: 27 abr. 2019.

IPEA. Investimento Direto (ID): Estrangeiro ou Nacional? **Conjuntura em Foco**, n. 15, ano 3, ago. 2011b. Disponível em: www.en.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/conjuntura_em_foco/110817_conjunturaemfoco.pdf. Acesso em: 9 jan. 2017.

IPEADATA. **Dados Macroeconomia**. Brasília, DF: IPEA, 2018. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 25 out. 2018.

IPEADATA. **Dados Macroeconomia**. Brasília, DF: IPEA, 2019. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 23 set 2019.

KALDOR, N. **The Scourge of Monetarism**. [s.l.]: Oxford University Press, 1982.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Macmillan, 1936.

KEYNES, J. M. **Treatise on Money, Collected Writings V and VI**. London: MacMillan, 1930/1971.

KEYNES, J. M. *The ex-ante theory of the rate of interest*. **Economic Journal**, v. 47, p. 663-669, 1937.

KEYNES, J. M. The process of capital formation. **Economic Journal**, v. 49, n.195, p. 558-577, 1939.

KREGEL, J. Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System. **Journal of Post Keynesian Economics**, Fall, v. 3, n. 1, p. 32-48, 1980. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/01603477.1980.11489193>. Acesso em 18 abr. 2018.

KREGEL, J. A note on finance, liquidity, saving, and investment . **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 9, n. 1, p. 91-100, 1986.

KREGEL, J. **The past and the future of banks**. Roma: ed Bancaria, Quaderni di Ricerche, n. 21, mar. 1998.

LA PORTA *et al.* *Investor protection and corporate governance*. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAPLANE, M.; SARTI, F. Prometeu acorrentado: o Brasil na indústria mundial no início do século XXI. *In*: CARNEIRO, R. (org.). **A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula**. São Paulo: Editora Unesp, 2006.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, v. 32, p.371-387, 1977 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: Views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v.35, n. 2, p.688–726, 1997.

LEVINE, R. Finance and growth: Theory and evidence. *In*: AGHION, P., DURLAUF, S. N. (ed.). **Hand-book of Economic Growth**, v. 1A. Amsterdam: Elsevier, 2005.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. **American Economic Review**, v. 88, n. 3, p.537-558, jun. 1998. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/116848>. Acesso em 20 abr. 2017.

LOPEZ, J. Mexico's Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility, **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v. 50 (201), jun. 1997.

LOPREATO, F. L. C. Dívida Pública: o limiar de mudanças? In: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M.A.M. (org.). **Presente e Futuro do desenvolvimento brasileiro**. Brasília, DF: IPEA, 2014.

LUPORINI, V.; SOUZA, F.E.P. A política cambial brasileira de facto: 1999-2015. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.46, n.4, p.909-936, out./dez. 2016.

MANKIWI, N.G. *The allocation of credit and financial collapse*. *Quarterly Journal of Economics*, v. 101, p. 455-470, 1986 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

MCCAULEY, R.; MCGUIRE, P.; SUSHKO, V. *Dollar credit to emerging market economies*. **BIS Quarterly Review**, December, 2015.

MCKINNON, R. **Money and Capital in Economic Development**. Washington, D.C: Brookings Institution, 1973.

MDIC: Secretaria de Comércio Exterior. Ministério da Economia, Indústria, Comércio Exterior e Serviços. Estatísticas de Comércio Exterior: **Séries Históricas (2004 a 2016)**. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-externor/estatisticas-de-comercio-externor/series-historicas>. Acesso em: 8 out. 2018.

MERTON, R. C. *Financial innovation and economic performance*. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 4, n. 4, p.12–22, 1992.

MERTON, R. C. *A functional perspective of financial intermediation*. **Financial Management**, v. 24, n. 2, p. 23-41, 1995.

MERTON, R. C.; BODIE, Z. *A conceptual framework for analyzing the financial environment*. In: CRANE, D. B. *et al.* (ed.). **The Global Financial System: A Functional Perspective**. Harvard Business School Press, Boston, MA, p. 3-31, 1995.

MERTON, R. C.; BODIE, Z. The design of financial systems: Towards a synthesis of function and structure. **National Bureau of Economic Research Working Paper**, Number 10620, 2004.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria de Política Econômica (SPE). Conjuntura Econômica/Política Fiscal – **Informativo Econômico**: Investimentos e Carga Tributária. Brasília, DF: Ministério da Fazenda/Secretaria de Política econômica, 2018.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven, Yale University Press, 1986.

MINSKY, P. H. **Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance**. Armonk. New York: M.E. Sharpe, 1982.

MOORE, B. **Horizontalists and Verticalists: The macroeconomics of credit money**, [s.l]: Cambridge University Press, 1988.

MPF-**Ministério Público Federal**. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/para-o-cidadao/caso-lava-jato/atuacao-na-1a-instancia/investigacao/historico>. Acesso em: maio 2018.

ORAIR, R. O. Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. **Texto para Discussão**, n. 2215. Rio de Janeiro: IPEA, 2016. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6873/1/TD_2215.PDF. Acesso em: 27 jan. 2019.

ORAIR, R. O. A dinâmica recente dos gastos públicos brasileiros (III): a retomada do investimento público no Brasil e os desafios do padrão de financiamento. In: SANTOS, C.; GOUVÊA, R. (org.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014), v. 2, Cap. 5, Brasília, DF: IPEA, 2014.

ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W. Do expansionismo à austeridade: a política fiscal em período recente. **Boletim de Análise Político-Institucional (BAPI)**, n. 12, jul./dez. 2017. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8095>. Acesso em: 1 ago. 2018.

ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W.; SIQUEIRA, F. F. Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores de gasto público. In: PRÊMIO TESOURO NACIONAL DE MONOGRAFIAS 2016, 21, 2016, Brasília, DF. **Anais [...]** Brasília, DF: STN, 2016. Disponível em: <https://goo.gl/3jMWzb>. Acesso em: 30 ago. 2017.

OREIRO, J. L. Acumulação de Capital, Sistema Financeiro e Regulação Governamental. **Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, p. 107-132, 2003. Disponível em: <http://www.sep.org.br/revista/download?id=115>. Acesso em: 2 jan. 2017.

OREIRO, J. L. Por que a taxa de investimento no Brasil é tão baixa? In: OREIRO, J. L. **Blog do Oreiro**. Rio de Janeiro, jan. 2013. Disponível em: <https://jloreiro.wordpress.com/2013/01/13/por-que-a-taxa-de-investimento-no-brasil-e-tao-baixa/>. Acesso em: 4 out. 2018.

PALLEY, T.I. Financialization: What it is and what it matters. **The Levy Economic Institute of Bard College**, Washington, D.C, WP 525, Working Paper n. 525, dez. 2007.

PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/ee/article/view/56410/59527/56410-71151-1-SM.pdf>. Acesso em: 18 dez. 2016.

PAULA, L. F. de; OREIRO, J. L.; BASILIO, F. A. C. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. **Nova Economia**, Belo Horizonte (Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais), v.23, n.3, p.473-520, 2013.

PAULA, L. F. de; FARIA JR.; J. A. Mercado de Títulos de Dívida Corporativa Privada no Brasil: Aspectos Estruturais e Evolução Recente. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.16, n. 1, p 107-137, jan./abr. 2012. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S141598482012000100006&script=sci_abstract&lng=pt. Acesso em: 14 ago. 2017.

PAULA, L. F. de; MOURA, R. Consequências Econômicas da Operação Lava-Jato. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 28 ago. 2019.

PAULA, L. F. de.; ALVES Jr., A. J. External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 24, n. 4, p. 589-617, 2000. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/external-financial-fragility.pdf>. Acesso em: 27 out. 2018.

PEREIRA, T.; CARVALHO, A. **Abertura Comercial, Mark Ups Setoriais Domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações**. Brasília, DF, 1998.

PRATES, D. M; CUNHA, A. M. Controle de capitais e o perfil do passivo externo brasileiro: tendências recentes e perspectivas. **Indicadores Econômicos**, FEE, Porto Alegre, v. 40, n. 4, p. 71-82, 2013.

PRATES, D. M.; FREITAS, M.C.P. Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 33, n. 2, p. 322-340, abr-jun. 2013.

PRATES, D. M. **O regime de câmbio flutuante no Brasil 1999-2012: especificidades e dilemas**. Brasília, DF: IPEA, 2015.

RECEITA FEDERAL. **Demonstrativos dos Gastos Tributários Bases Efetivas**. Brasília, DF: Ministério da Fazenda; Receita Federal, 2018. Disponível em:

<https://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/renuncia-fiscal/demonstrativos-dos-gastos-tributarios/bases-efetivas>. Acesso em: 28 ago. 2018.

RESENDE, M. F. C. O Padrão dos ciclos de crescimento da economia brasileira: 1947-2003. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v.14, n.1, p.25-55, jun. 2005.

RESENDE, M. F. C. O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n.1, p.136-154, jan./mar. 2008.

RESENDE, M. F. C. Taxa de câmbio na perspectiva Pós-Keynesiana. *In*: FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. C. (org.) **Macroeconomia Moderna: lições de Keynes para economias em desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019.

RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. M. Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.27, n.1, p. 41-59, jan./mar. 2007.

RESENDE, M. F. C.; TERRA, F. H. B. Economic and Social Policies Inconsistency, Conventions and Crisis in the Brazilian Economy, 2011-2016. *In*: ARESTIS, P.; TRONCOSO BALTAR, C.; PRATES, D. (ed.) **The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008**. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, 2017.

RESENDE, M. F. C.; TERRA, F. H. B. Retomada do crescimento sustentado da economia brasileira: políticas macroeconômicas requeridas. *In*: ALBUQUERQUE, E. M.; ANDRADE, M. **Alternativas para uma crise de múltiplas dimensões**. Belo Horizonte: ed. População e Economia, 2018a.

RESENDE, M. F. C.; TERRA, F. H. B. Developmental macroeconomics: a Post-Keynesian assessment. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.38, n.1(150), p.76-98, jan./mar. 2018b.

ROSS, S. *Finance*. *In*: NEWMAN, P.; MILGATE, M.; EATWEL, J. (ed.). **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, v. 3, London: MacMillan Press, p. 26-41, 1994 *apud* HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 3, p.394-414, julh./set. 2011.

ROSSI, P. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação**. Rio de Janeiro: ed. FGV, 2016.

ROSSI, Pedro. Política Cambial no Brasil: um esquema analítico. **Revista de Economia Política**, vol. 35, n. 4 (141), p.708-727, out./dez. 2015.

ROZAS, P.; SÁNCHEZ, R. **Desarrollo de infraestructura y crecimiento económico: revisión conceptual**. Santiago, Chile: ECLAC, 2004.

SALERNO, M. S.; DAHER, T. **Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior do Governo Federal (PITCE): Balanço e Perspectivas**. Brasília, DF, 23 set., 2006. Mimeo.

SCHOLTENS, B.; WENSVEEN, D. *A critique on the theory of financial intermediation*. *Journal of Banking and Finance*, v. 24, p. 1243-1251, 2000 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

SCHOLTENS, B.; WENSVEEN, D. *The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain*. *SUERF Studies*, 2003/1, 2003 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

SCHUMPETER, J. A. **The Theory of Economic Development**. Piscataway, New Jersey: Transaction Publishers, 1911/1982.

SERRANO F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. **Center for Economic and Policy Research**, Washington, DC, ago. 2015.

SHACKLE, G. L. S. Time and thought. *In*: SHACKLE, G. L. S. **Time, expectations and uncertainty in economics** - Selected essays. Aldershot: Edward Elgar, 1959.

SHAW, E. S. **Financial Deepening in Economic Development**. New York: Oxford University, 1973.

SILVA, L. I. L. da. **Carta ao povo brasileiro**. São Paulo, 22 jun. 2002. Disponível em: http://www.iisg.nl/collections/carta_ao_povo_brasileiro.pdf. Acesso em: 19 jun. 2018.

STIGLITZ, J. E.; WALSH, C. E. **Introdução à Microeconomia**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. *Credit rationing in markets with imperfect information*. *The American Economic Review* v. 71, n. 3, p. 393-410, jun. 1981 *apud* PAULA, L. F. de. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, Apr./June 2013.

STIGLITZ, J. E. **The role of the state in financial markets (English)**. Washington, D. C.: The World Bank, 1994. Disponível em:

<http://documents.worldbank.org/curated/en/239281468741290885/The-role-of-the-state-in-financial-markets>. Acesso em: 31 jan. 2018.

STIGLITZ, J. E. *The role of the financial system in development. The World Bank Group, Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on development in Latin America and the Caribbean (LAC-ABCDE)*. **The World Bank**, 1998. Disponível em: www.worldbank.org. Acesso em: 31 jan. 2018.

STUDART, R. *Investment Finance in Economic Development*. London: Routledge, 1995.

STUDART, R. O financiamento do desenvolvimento face às mudanças recentes do sistema financeiro. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 25, n. 4, p. 211-223, 1998.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana a visão convencional. *In*: LIMA, G. L.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. (org.). **Macroeconomia Moderna**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

SUZIGAN, W.; FURTADO, J. A institucionalidade da Política Industrial e Tecnológica: problemas, desafios, propostas. *In*: CONGRESSO BRASILEIRO DE INOVAÇÃO NA INDÚSTRIA, 2., 2008, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: CNI, 2008.

SYLLA, R. E. U. S. Securities markets and the banking system, 1790 -1840. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* **80**, p. 83 -104, 1998.

TAVARES, M. D. C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1972.

TERRA, F. H. B; FERRARI FILHO, F.; RESENDE, M. F. C. As políticas monetária e fiscal brasileiras no período 2011-2017: uma análise a partir da noção de convenções. *In*: **Dossiê V da AKB: O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros**. Associação Keynesiana Brasileira – AKB, jul. 2018.

TESOURO NACIONAL. **Estatísticas Fiscais**. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional, 2018.

TOBIN, J. *Liquidity preference as behavior toward risk*. **The Review of Economic Studies**, v. 25, n. 2, p. 65-86, February, 1958.

TORRES FILHO, E. T. **O crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir?** São Paulo: IEDI, 2017.

TORRES FILHO, E. T.; COSTA, F. N. **Financiamento de Longo Prazo no Brasil, um mercado em transformação**. Rio de Janeiro: IPEA, 2013. (Texto para Discussão

1843). Disponível em:
http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=21601 Acesso em: 28 jun. 2017.

VENTURA, A.; GARCIA, M. Mercados futuro e à vista de câmbio no Brasil: O rabo balança o cachorro. **Revista Brasileira de Economia**, RBE/EPGE *Brazilian School of Economics and Finance*/FGV/EPGE (Brasil), Rio de Janeiro, v. 66(1), March 2012.

WORLD BANK. **World Development Indicators**, 2018. Disponível em:
<http://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators>. Acesso em: 15 abr. 2018.

WORLD BANK. **Global Financial Development Report 2015-2016: Long-Term Finance**. Washington, DC: World Bank, 2015. Disponível em:
<http://documents.worldbank.org/curated/pt/955811467986333727/pdf/99100-PUB-REVISED-Box393195B-OUO-9-until-9-14-15.pdf>. Acesso em: 5 jan. 2018.

ANEXOS

ANEXO A: *Mark ups*

Para o cálculo dos *mark ups* setoriais médios foi adotada, inicialmente, a metodologia proposta por Pereira e Carvalho (1998) e utilizada por Feijó e Cerqueira (2013). Os autores utilizaram como *proxy* para avaliar a dimensão absoluta dos *markups* setoriais médios, a razão entre o valor da produção setorial e os custos setoriais, definidos como a soma do consumo setorial intermediário (tudo que um setor comprou de todos os setores da economia), importações setoriais, salários e contribuições sociais, conforme fórmula a seguir ⁵⁰:

$MK_i = V_{Pi} / (C_{li} + M_i + W_i + C_{Si})$, em que:

MK_i = *proxy* para *markup* médio do setor i ;

V_{Pi} = valor da produção do setor i , obtida junto à matriz de insumo produto;

C_{li} = consumo intermediário do setor i , exclusive importações (todas as compras realizadas pelo setor i de todos os setores da economia), obtida junto à matriz de insumo produto;

M_i = importações totais realizadas pelo setor i , obtidas junto à matriz de insumo produto;

W_i = salários pagos pelo setor i ;

C_{Si} = contribuições realizadas pelo setor i .

As informações foram obtidas junto à matriz insumo produto (IBGE) para os anos de 2000, 2005 e 2010. Para os anos nos quais não existe a informação direta disponível na matriz insumo-produto, as estimativas foram complementadas pela elaboração de um índice de *markup*, seguindo a metodologia proposta por Pereira e Carvalho (1998). Tal índice foi calculado como a razão entre o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA),

⁵⁰ Conforme destacam Pereira e Carvalho (1998) e Feijó e Cerqueira (2013), os *mark ups* foram construídos para setores industriais tendo como referência preços e custos médios de produção. Dessa forma, mudanças em termos de poder de monopólio e variações de custos intra-firmas não foram captadas.

aberto por categoria de produto da Fundação Getúlio Vargas (FGV), e o índice de custos setoriais produzidos pela FUNCEX⁵¹. Desse modo, as estimativas de *markup* elaborada para cada um dos setores, obtidas com base nas informações disponíveis na matriz insumo produto para os anos de 2000, 2005 e 2010, foram atualizadas para os demais anos por meio da aplicação da taxa de variação obtida pelo índice de *markup* a esta estimativa.

Para aplicar esta metodologia foi necessário fazer uma classificação setorial de forma a compatibilizar as informações divulgadas pelo IBGE (matriz insumo-produto), FGV (IPA) e FUNCEX (índice de custos setoriais). Os *mark ups* médios obtidos para o período 2000-2014 estão divulgados na Tabela A1.

Feito este cálculo, em dezembro de 2016 o IBGE divulgou as tabelas de recursos e usos das contas nacionais para os anos de 2000 a 2014, em que foram disponibilizadas as variáveis necessárias para o cálculo do *mark up*, de acordo com a metodologia proposta por Pereira e Carvalho (1998). Com tais informações não havia mais a necessidade de aplicação do índice de *mark up* para os anos em que a informação era inexistente, como no caso das informações da matriz insumo-produto.

Desse modo, os *mark ups* médios setoriais foram recalculados e os resultados obtidos estão apresentados na Tabela A.2, atualizados para os anos de 2015 e 2016 publicados posteriormente.

⁵¹Tais índices de custo utilizam a matriz insumo produto para definir a estrutura de ponderação a ser aplicada sobre os diversos IPA abertos setorialmente, o índice de custos de energia elétrica, o índice de salários nominais da FIESP e o IPA dos EUA como proxy dos preços das importações, para gerar um índice de preços que expresse a variação dos custos nominais das empresas do setor, dada a estrutura de compras e desembolsos representada pelos coeficientes técnicos da matriz de insumo produto.

TABELA A1 – Mark ups setoriais (Matriz Insumo-Produto)

Setores	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Produtos agropecuários	1.51	1.32	1.41	1.53	1.46	1.42	1.18	1.27	1.35	1.31	1.69	1.74	1.78	1.74	1.71
Indústria extrativa	1.36	1.26	1.25	1.29	1.40	1.44	1.49	1.54	1.71	1.80	1.72	3.22	3.03	3.12	2.80
Alimentos e bebidas	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00	1.08	0.00	0.00	0.00	0.00	1.06	0.00	0.00	0.00	0.00
Produtos do fumo	1.25	1.58	1.44	1.23	1.40	1.08	1.34	1.31	1.21	1.38	1.19	1.45	1.50	1.57	1.50
Produtos têxteis	1.17	1.15	1.11	1.15	1.20	1.21	1.18	1.12	1.04	1.05	0.97	0.90	0.85	0.85	0.85
Artigos de vestuário	1.37	1.73	1.58	1.43	1.38	1.19	1.17	1.15	1.08	1.12	1.17	1.07	1.06	1.03	1.01
Couros, artigos para viagem e calçados	1.00	1.09	1.04	1.02	1.00	1.02	1.03	1.01	0.93	0.84	1.04	0.86	0.83	0.82	0.85
Produtos de madeira	1.33	1.40	1.33	1.33	1.37	1.21	1.34	1.32	1.29	1.30	1.19	1.22	1.20	1.20	1.19
Celulose, papel e produtos do papel	1.19	1.17	1.17	1.23	1.17	1.08	1.00	0.98	0.93	0.88	1.06	0.85	0.83	0.85	0.87
Produtos derivados do petróleo e biocombustíveis	0.96	0.91	0.94	1.06	0.93	0.95	0.99	0.97	0.92	0.96	0.95	0.96	0.94	0.96	0.98
Produtos químicos	0.99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.97	0.00	0.00	0.00	0.00	0.91	0.00	0.00	0.00	0.00
Produtos farmacêuticos	1.16	1.35	1.27	1.19	1.14	1.18	1.20	1.19	1.10	1.13	1.30	1.21	1.18	1.17	1.17
Artigos de borracha e material plástico	0.97	0.91	0.91	0.97	0.98	1.02	1.09	1.05	0.94	1.01	1.00	0.99	0.98	1.00	1.03
Produtos de minerais não-metálicos	1.16	1.24	1.22	1.20	1.14	1.15	1.04	1.03	1.05	1.08	1.12	1.01	0.99	0.99	0.98
Metalurgia básica	1.08	0.99	1.00	1.11	1.23	1.08	1.17	1.16	1.19	1.13	0.96	0.86	0.84	0.86	0.91
Produtos de metal	1.13	1.13	1.12	1.15	1.19	1.27	1.41	1.40	1.36	1.41	1.11	1.16	1.16	1.16	1.18
Equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	0.89	1.54	1.24	0.98	0.81	0.85	0.55	0.48	0.38	0.36	0.80	0.27	0.24	0.23	0.21
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	0.96	0.98	0.96	0.96	1.02	1.05	1.33	1.32	1.23	1.21	0.95	1.10	1.07	1.09	1.08
Máquinas e equipamentos	1.04	1.07	1.03	1.04	1.02	1.01	0.98	0.96	0.90	0.91	1.02	0.90	0.87	0.85	0.85
Veículos automotores, reboques, carrocerias e autopeças	0.89	0.93	0.88	0.88	0.89	0.91	0.95	0.95	0.91	0.88	1.04	0.97	0.93	0.91	0.88
Outros equipamentos de transporte	0.85	0.89	0.85	0.85	0.83	0.92	0.90	0.88	0.82	0.81	0.93	0.77	0.74	0.72	0.71
Móveis	1.26	1.38	1.31	1.29	1.27	1.26	1.27	1.26	1.22	1.20	1.28	1.22	1.20	1.20	1.20

Fonte: IBGE, FGV, FUNCEX. Tabela elaborada pela autora.

TABELA A.2 – Mark ups setoriais – Tabelas de Recursos e Usos (continua)

Setores da CNAE 2.0	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Agricultura silvicultura exploração florestal	1.95	1.74	1.80	1.87	1.80	1.89	1.92	2.00	1.94	2.06	1.98	1.84	2.00
Pecuária e pesca	1.47	1.46	1.42	1.47	1.54	1.59	1.62	1.59	1.56	1.64	1.66	1.64	1.63
Petróleo e gás natural	1.72	1.94	2.12	1.90	2.14	1.51	1.78	2.12	2.34	2.20	1.97	1.43	1.00
Minério de ferro	1.55	1.73	1.61	1.53	1.79	1.67	2.38	2.51	2.54	2.50	2.14	1.59	1.55
Outros da indústria extrativa	1.23	1.10	1.22	1.31	1.34	1.22	1.30	1.29	1.29	1.20	1.18	1.24	1.19
Alimentos e Bebidas	1.06	1.09	1.09	1.08	1.08	1.07	1.10	1.09	1.09	1.08	1.08	1.08	1.07
Produtos do fumo	1.04	1.03	1.05	1.05	1.09	1.04	1.22	1.24	1.28	1.29	1.29	1.24	1.18
Têxteis	1.13	1.07	1.09	1.05	1.03	1.03	1.08	1.08	1.11	1.09	1.12	1.08	1.08
Artigos do vestuário e acessórios	1.19	1.19	1.21	1.29	1.24	1.25	1.25	1.30	1.17	1.14	1.15	1.13	1.15
Artefatos de couro e calçados	1.09	1.03	1.03	1.06	1.06	1.04	1.10	1.10	1.10	1.12	1.13	1.10	1.10
Produtos de madeira - exclusive móveis	1.31	1.21	1.19	1.23	1.25	1.22	1.23	1.20	1.19	1.19	1.22	1.17	1.15
Celulose e produtos de papel	1.22	1.14	1.11	1.16	1.10	1.06	1.15	1.16	1.11	1.13	1.13	1.16	1.18
Jornais revistas discos	1.35	1.40	1.38	1.38	1.32	1.26	1.24	1.28	1.21	1.24	1.23	1.16	1.22
Refino de petróleo e coque	1.16	1.15	1.11	1.14	1.06	1.20	1.06	0.95	0.90	0.90	0.94	1.09	1.20
Álcool	1.17	1.21	1.28	1.20	1.14	1.02	1.13	1.09	1.07	1.06	1.06	1.06	1.10
Produtos químicos	1.29	1.25	1.19	1.22	1.26	1.17	1.09	1.06	1.05	1.06	1.07	1.12	1.16
Fabricação de resina e elastômeros	1.18	1.15	1.25	1.24	1.22	1.03	1.12	1.10	1.02	1.03	1.04	1.06	1.08
Produtos farmacêuticos	1.57	1.58	1.61	1.60	1.53	1.54	1.48	1.41	1.40	1.37	1.37	1.26	1.31
Defensivos agrícolas	1.26	1.11	1.08	1.03	1.06	1.11	1.01	1.05	1.05	1.09	1.15	1.08	1.08
Perfumaria higiene e limpeza	1.03	1.06	1.09	1.08	1.09	1.22	1.15	1.13	1.07	1.11	1.08	1.07	1.13
Tintas vernizes esmaltes e lacas	1.09	1.10	1.11	1.02	1.01	1.02	1.04	1.10	1.11	1.10	1.07	1.04	1.08

TABELA A.2 – Mark ups setoriais – Tabelas de Recursos e Usos (final)

Setores da CNAE 2.0	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Produtos e preparados químicos diversos	1.10	1.02	1.04	1.02	1.03	1.09	1.16	1.10	1.09	1.06	1.11	1.11	1.13
Artigos de borracha e plástico	1.10	1.10	1.08	1.07	1.07	1.13	1.12	1.10	1.07	1.07	1.08	1.06	1.09
Cimento e outros produtos de minerais não-metálicos	1.14	1.08	1.16	1.12	1.13	1.19	1.19	1.19	1.17	1.15	1.14	1.09	1.08
Fabricação de aço e derivados	1.23	1.23	1.16	1.21	1.28	1.11	1.10	1.13	1.15	1.14	1.19	1.11	1.04
Metalurgia de metais não-ferrosos	1.04	1.06	1.13	1.11	1.07	1.03	1.08	1.08	1.04	1.07	1.09	1.13	1.15
Produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos	1.19	1.28	1.21	1.27	1.24	1.29	1.20	1.20	1.17	1.16	1.15	1.15	1.16
Máquinas e equipamentos inclusive manutenção e reparos	1.19	1.16	1.16	1.16	1.16	1.13	1.18	1.17	1.13	1.13	1.15	1.12	1.12
Eletrodomésticos e material elétrico	1.04	1.07	1.08	1.01	1.03	1.07	1.08	1.09	1.06	1.07	1.06	1.04	1.10
Máquinas para escritório aparelhos e e material eletrônico	1.09	1.10	1.10	1.12	1.12	1.10	1.16	1.16	1.13	1.15	1.13	1.11	1.17
Automóveis camionetas caminhões e ônibus	1.20	1.10	1.14	1.18	1.19	1.12	1.17	1.10	1.10	1.09	1.04	1.02	0.95
Peças e acessórios para veículos automotores	1.07	1.12	1.08	1.02	1.06	1.11	1.12	1.14	1.06	1.07	1.05	1.01	1.03
Outros equipamentos de transporte	1.29	1.26	1.30	1.27	1.19	1.12	1.11	1.12	1.08	1.08	1.05	1.05	1.05
Móveis e produtos das indústrias diversas	1.40	1.34	1.34	1.30	1.34	1.38	1.29	1.29	1.28	1.25	1.26	1.20	1.21
Produção e distribuição de eletricidade gás água esgoto e limpeza urbana	1.65	1.63	1.62	1.61	1.49	1.55	1.59	1.57	1.47	1.37	1.30	1.39	1.48
Construção civil	1.38	1.35	1.34	1.35	1.28	1.32	1.39	1.36	1.35	1.35	1.35	1.37	1.38

Fonte: Dados IBGE – Contas Nacionais. Tabela elaborada pela autora.