

Investimentos



1290004758

TCC/UNICAMP
F413c
IE



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

O Comportamento do Investimento no Brasil: 1980-2002

Rafael de Andrade Pinto Ferraz

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, sob a orientação do Prof. Dr. José Pedro Macarini.

Campinas, 2009

TCC/UNICAMP
F413c
1290004758/IE

A minha mãe.

AGRADECIMENTOS

A conclusão do trabalho de monografia não é um trabalho fácil e nem sempre prazeroso. Agradeço aqueles que fizeram deste período menos penoso e possibilitaram que eu realizasse mais uma etapa da minha vida.

Em primeiro lugar agradeço minha mãe e minhas duas irmãs, Ju e Má, que me proporcionaram todo apoio e o carinho necessário para a conclusão do curso.

Agradeço também meu orientador José Pedro Macarini por toda dedicação e paciência prestada ao longo de todo trabalho.

Agradeço ao professor Fernando Sarti por aceitar fazer parte da banca avaliadora e pelos ricos comentários feitos ao trabalho.

Agradeço aos meus grandes amigos, acima de tudo companheiros de faculdade, sem vocês nada disso seria possível!

Aos grandes companheiros de todas as Repúblicas que morei em Campinas, através de vocês tivemos nossas famílias e enfrentamos todos os momentos ruins e principalmente dividimos inúmeros momentos felizes.

Agradeço também a Mariana que me acompanhou nesta reta final da Monografia e que me reanimou nos momentos mais difíceis e por todo carinho dedicado a mim mesmo nos meus momentos mais chatos.

Finalmente meus agradecimentos aos meus “irmãos” de Ribeirão, amigos desde sempre e pessoas fundamentais na minha vida.

Muito obrigado a todos, que de alguma forma contribuíram com minha formação!

Resumo

Este trabalho discute o comportamento do investimento produtivo na economia brasileira no período 1980-2002. Inicialmente são revisadas as teorias sobre o investimento, e a partir das escolas: Keynesiana, Pós-Keynesiana e Estruturalista é feita uma interpretação crítica dos motivos da queda da relação Investimento/PIB a partir de 1980. É feito um levantamento dos determinantes e do comportamento do investimento produtivo no período de maior crescimento econômico, bem como a análise crítica do período anterior a inversão dos padrões de investimento, o II PND exerceu o papel de divisor de águas no modelo desenvolvimentista brasileiro. O endividamento acentuado implicou em um penoso ajustamento para a economia brasileira, resultando no alinhamento as pronúncias dos órgãos multilaterais (FMI, Banco Mundial, etc.) e da conseqüente perda de coordenação do Estado na indução de novos investimentos. Nos anos 90 as privatizações e o alinhamento definitivo com a ortodoxia convencional acirraram a dependência do Estado e diminuiu ainda mais seu poder de coordenação, a política macroeconômica apoiada em altas taxas de juros inviabilizou o financiamento de investimentos de longo prazo. Resultando, portanto, em duas décadas de baixo investimento e de semi-estagnação econômica.

Palavras chaves: Investimento, ajustamento, Estado, financiamento.

Abstract

This work discusses Brazilian investment between 1980 and 2002. First, we review the most important theoretical approaches to investment, and from the theories: Keynesian, Post-keynesian and Structuralist is made a critical interpretation of the reasons for Investment/GDP. Is made a study of the determinants and behavior of investment in the period of greatest economic growth, and the critical analysis of the period preceding the reversal of investment patterns, the II PND stopped the Brazilian model of development. The dept resulted in a sharp painful adjustment for the Brazilian economy, resulting in line with the pronunciations of multilateral bodies (IMF, World Bank, etc.) and consequent loss of coordination of the State in the induction of the new investment. In the 90's the privatization and final alignment with the mainstream aggravated the dependence of the State and further decreased its power coordination, the macroeconomic policy supported by high interest rates made it improbable to finance long-term investments. Resulting in two decades of low investment and economic stagnation.

Keyword: Investment, adjustment, State, finance.

LISTA DE FIGURAS

TABELA 1: Poupança extena, Poupança Interna e Taxa de Investimento, 1992-2002.....	5
TABELA 2: Distribuição Setorial do Investimento	21
GRÁFICO 1: Taxa de crescimento mundial e do Brasil 1971-2003.....	22
TABELA 3: Taxa de crescimento da principais variáveis econômicas 1981-1989	24
GRÁFICO 2: Taxa de Formação Bruta de Capital Fixo 1970-2005.....	27
GRÁFICO 3: Taxa de crescimento do PIB e do Investimento no Brasil 1970-2005	27
GRÁFICO 4: Composição da Formação Bruta de Capital Fixo	28
TABELA 4: Taxa de investimento do setor estatal federal.....	31
TABELA 5: Taxa de inflação no Brasil 1979-1990	32
GRÁFICO 5: Crescimento econômico comparado.....	34
TABELA 6: Taxas de crescimento do PIB, FBKF e coeficiente de investimento	35
TABELA 7: Variáveis macroeconômicas selecionadas.....	36
TABELA 8: Movimento de Capitais.....	38
TABELA 9: Coeficiente de Comércio das empresas estrangeiras e nacionais.....	40
TABELA 10: Estoque e fluxo de IDE por setor de atividade no Brasil.....	41
TABELA 11: Emissões primárias no Brasil 1980-1998.....	44
TABELA 12: FBKF , total e setores selecionados.....	45
TABELA 13: Distribuição das 100 maiores empresas por tipo de propriedade	48
TABELA 14: Participação do desembolso do BNDES na FBKF 1990-1999.....	49
TABELA 15: Participação percentual dos desembolsos para o governo nos desembolsos totais do BNDES para investimento fixo 1990 –1999.....	50
TABELA 16: FBKF total e setores selecionados.....	53

SUMÁRIO

Introdução	2
Capítulo 1 – Determinantes do Investimento	7
1.1- Introdução	7
1.2 - Teoria do Investimento Neoclássica.....	7
1.3- Teoria do Investimento Keynesiana	8
1.4- Teoria do Investimento em Kalecki	10
1.5- Teoria do Investimento Pós-Keynesiana.....	11
Capítulo 2 – A Industrialização pré 1980	13
2.1- Desenvolvimento industrial brasileiro e suas características.....	13
2.2 - A crise internacional e o II PND.....	17
Capítulo 3 – Anos 80 e a Década Perdida.....	22
3.1 - Ajustamento e imersão à crise	22
3.2 - Economia “desajustada”, semi-estagnação e aceleração da inflação...30	
Capítulo 4 – Anos 90 e a Década Vendida.	34
4.1 – A reinserção financeira.	34
4.1.1 – Investimento Direto Estrangeiro.	38
4.1.2 – Investimento de <i>Port-Fólio</i>	42
4.1.3 – Crédito de Longo Prazo.....	44
4.2 – Abertura comercial e Privatizações.	45
4.3 – Financiamento com poupança doméstica.	47
4.4 – Formação Bruta de Capita Fixo.....	50
Conclusão	55
Referências Bibliográficas.....	58

Introdução

A proposta deste estudo é analisar os motivos que explicam a queda do investimento no Brasil desde os anos 1980. O trabalho de monografia terá como apoio teórico as escolas Keynesiana, Pós-Keynesiana e Estruturalista, pois parte-se do princípio que a aceitação da ortodoxia neoliberal foi a provocadora de um longo período de estagnação em toda a América Latina.

O Brasil que passou por um grande período de altos investimentos e por sua vez de alto crescimento do PIB até o final dos anos 70 observou seu padrão de desenvolvimento arruinar-se deflagrando em graves crises vistas desde a década de 80. Nosso modelo de desenvolvimento executado pelo II PND a partir de 1974 estava ancorado em volumosos investimentos privados e públicos. Predominantemente públicos com a utilização de poupança externa (empréstimos diretos com taxas de juros flutuantes). Enquanto o setor privado se ancorou em empréstimos do BNDES, com taxa de juros fixa e indexação das dívidas limitadas a 20% ao ano. (Belluzzo e Almeida, 2002).

Em outubro e novembro de 1979 a economia brasileira foi atingida de forma dupla com o choque da taxa de juros e choque do petróleo, respectivamente; iniciou-se um período de choque de preços e de problemas na balança de pagamentos, em uma ponta devido ao aumento do pagamento de juros e por outro lado o aumento dos gastos na importação de petróleo. O choque da taxa de juros executada pelos Estados Unidos em 1979 impôs ao mundo uma grande recessão bem como a insolvência de vários países, principalmente latino-americanos, os quais no momento de alta liquidez decorrente dos petrodólares no euro-mercado endividaram-se demasiadamente. O choque da taxa de juros e a conseqüente crise da dívida brasileira representaram um ponto de inflexão nas taxas de investimento na economia brasileira. O trabalho analisará a queda da taxa de investimento que se manteve por mais de 20 anos.

O ajuste brasileiro se concentrou em dois aspectos. No setor privado foi adotada a acumulação de saldos comerciais suficientes para honrar suas

obrigações. O segundo passo do ajuste foi a redução do déficit primário até os primeiros anos da década, depois resultando na formação de superávits primários.

Este modelo está alinhado ao processo adotado desde os anos 70 de estatização da dívida externa, tanto através do setor público, assumindo a responsabilidade de novos contratos de financiamento de novos empréstimos e também pelo fato de ter sido instituído mecanismos para que o setor privado trocasse dívidas assumidas no exterior em agências públicas, como o Banco Central, e em títulos públicos com variação cambial. Portanto, a geração de grandes superávits comerciais e a estatização da dívida externa impediu o endividamento involuntário das empresas do setor privado. As empresas tomaram a decisão de corte de gastos, contraírem despesas e postergar ou cancelar inversões, para defender o lucro líquido, assim melhorar sua posição, amparadas na ação macroeconômica do Estado, onde se observou uma queda do investimento. Assim sendo, o reequilíbrio privado compreendeu a preservação do lucro líquido e a melhoria de sua situação patrimonial, para a empresa em seu conjunto. Dada a retração do gasto capitalista, se tornou possível a formação de posições credoras, assumindo um comportamento rentista e patrimonialista das mesmas.

Ao analisarmos o setor público vimos que ele sofrera de grande crescimento de seu déficit desde o fim dos anos 70 e início dos anos 80 principalmente devido aos subsídios oferecidos ao setor privado. Este déficit se manteve com irregularidade até 1983 quando se inicia uma forte contração do gasto com pessoal e com investimento. O ajuste feito entre 1981-1983 teve o corte com gastos em investimento como a conta principal para o fechamento do orçamento, procurando preservar os valores reais da arrecadação.

A taxa de investimento medíocre apresentada no período converge com o período no qual o Estado encontra-se engessado, com grande compromisso fiscal. No primeiro momento decorrente da forte crise atravessada e com os ajustes para a solvência de sua dívida; e no segundo momento a adoção do modelo liberal utilizado. O investimento público e das estatais "mergulhou" diante das imposições da política de ajustamento e da crise das finanças

públicas enquanto o investimento privado submergia diante à incerteza radical e sua grande cautela. As instituições financeiras seguem a cautela do setor privado contraindo o crédito e preponderando ações de arbitragem seguras no mercado de títulos públicos decorrentes das altas taxas de juros.

Por fim, o setor produtivo estatal se deparou nos anos 80 com um endividamento maior àquele que possuía nos anos 70, com volumosos investimentos ainda por realizar, já que assumira o papel de investir em setores mais pesados no segundo PND. Seu endividamento externo contrabalanceava a retirada do setor privado que fugia dos riscos envolvidos na contratação de débitos em moeda estrangeira. A estratégia macroeconômica de financiamento da balança de pagamentos impôs uma situação de *Ponzi* às estatais, haja vista que não seria possível o desendividamento de todos agentes simultaneamente. Concomitantemente, a estratégia do governo de ajustar o setor privado pelo barateamento dos custos de produção, respaldado na contenção de pressões inflacionárias impôs as estatais um controle das tarifas, diminuindo a acumulação interna por meio da fixação de *Mark-up*.

A reinserção financeira da periferia no início da década de 90 não resultou na evolução do crescimento do PIB, tampouco, do crescimento do investimento. Como apontaremos com detalhe no trabalho a abertura exagerada da conta financeira não induziu o desenvolvimento, pelo contrário provocou sucessivas instabilidade financeira e crises. O êxito no controle da inflação em 1994 não mudou o cenário de semi-estagnação da economia, reféns do medo da volta da inflação o país se subordinou a ortodoxia convencional vindas do Norte. A economia brasileira se viu presa em uma armadilha de altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio que mantém a taxa de investimento deprimida. A apreciação do Real transformou os superávits externos que o Brasil vinha realizando desde 1983 em elevados déficits em conta corrente, no entanto a taxa de investimento não aumentou, pelo contrário, até caiu um pouco como podemos ver na tabela 1. O modelo de crescimento com poupança externa e com a conta de capitais aberta ocasionou a queda da taxa de câmbio, assim, aumenta o poder de compra dos consumidores, e o capitalista nacional perde competitividade no mercado

mundial. Notamos que grande parte do capital que entrou no Brasil foi para financiar o consumo e também no processo de fusões e aquisições.

Tabela 1

Poupança externa, Poupança interna e taxa de investimento, 1992-2002. (Em % do PIB)

Anos	Poupança externa	Poupança interna	Investimento
1992	-0,92	19,35	18,42
1993	0,76	18,53	19,28
1994	0,92	19,83	20,75
1995	2,58	16,23	18,81
1996	2,91	14,88	17,79
1997	3,84	14,58	18,42
1998	4,03	14,35	18,38
1999	4,33	12,96	17,29
2000	3,94	14,07	18,01
2001	4,10	13,83	17,93
2002	1,13	15,56	17,98

Fonte: IPEA.

Entre 1980 e 1994, a alta inflação foi o sintoma mais grave do desequilíbrio macroeconômico brasileiro; desde então este sintoma é alta taxa de juros. A taxa real de juros brasileira após 1994 tem ficado no patamar acima dos 12%, bem acima dos demais países em desenvolvimento. Ao onerar direta ou indiretamente toda a dívida pública, a alta taxa de juros de curto prazo existente no Brasil é incompatível com o próprio ajuste fiscal; ao estabelecer parâmetros para o empréstimo de longo prazo, essa taxa de curto prazo é incompatível com os investimentos necessários à retomada do desenvolvimento. O investimento privado só não é totalmente inviabilizado pela Selic porque o governo subsidia os investimentos das grandes empresas e dos agricultores, através do BNDES e do Banco do Brasil, respectivamente.

Finalmente, a taxa de juros praticada pelo Banco Central do Brasil desde 1994 é incompatível com a acumulação de capital e o desenvolvimento porque, ao atrair capitais especulativos ela pressiona a taxa de câmbio ainda mais para baixo, valorizando o Real. Há também uma transferência de riqueza do estado

para os rentistas e para as instituições financeiras que intermedeiam os empréstimos inviabilizando qualquer estratégia de desenvolvimento.

O trabalho está dividido em quatro capítulos. Inicialmente está proposta uma discussão teórica do investimento a partir da análise da decisão de investir nas escolas: Neoclássica, Keynesiana, Pós-Keynesiana e em Kalecki.

No segundo capítulo faz-se um breve apanhado do modelo de desenvolvimento utilizado pelo Brasil após os anos 1930, um modelo onde o país tornou-se paradigma de um desenvolvimento retardatário com uma taxa de investimento, embora cíclica, com períodos de retração, por exemplo, o quinquênio 1962 /1967, mas com taxas de investimento superiores a 20% do PIB por todo o longo período.

O terceiro capítulo trata da longa estagnação que o Brasil enfrentou a partir do início dos anos 80 até meados dos anos 1990, o longo processo inflacionário, o desajuste de preços e a grave crise da dívida que o Brasil enfrentava com escassez de financiamento, a qual se associou a uma crise fiscal do Estado.

Por fim o trabalho aborda o Brasil a partir de meados dos anos 1990 onde a abertura comercial e financeira provocou um fluxo de capital dos países centrais para a periferia. A estabilização dos preços com o Plano Real traria ao Brasil um ambiente macroeconômico favorável aos investimentos. No entanto, não foi o que se observou: as taxas de investimentos privadas foram baixas, o IDE aportado no Brasil não resultou em aumento da capacidade instalada e o Estado perdeu sua força com a onda neoliberal com sua orientação pró-mercado ocasionando sua diminuição e a privatização de suas estatais.

Capítulo 1 – Determinantes do Investimento

1.1- Introdução

A discussão sobre os determinantes do Investimento foi bastante rica nas diversas escolas do pensamento econômico. O presente capítulo busca abordar os principais pontos discutidos nas escolas: Neoclássica, Keynesiana, Kaleckiana e Pós-Keynesiana.

1.2 - Teoria do Investimento Neoclássica

A primeira controvérsia destacada referente ao determinante do investimento é o papel da Poupança e da Taxa de juros.

A escola Neoclássica ancorada em seus pressupostos de concorrência perfeita, simetria de informação e racionalidade dos agentes estabelece um elo entre a teoria da firma e a estrutura ótima de capital na formulação da sua teoria do investimento. A taxa de retorno do investimento é conhecida *ex ante*, fazendo com que os emprestadores ajustem seus riscos àquela taxa, liberando a liquidez necessária para que o financiamento ocorra.

Na teoria do investimento Neoclássica o investimento é determinado pela poupança e os bancos exercem o papel de intermediário entre a poupança e o investimento. A taxa de juros natural da economia é o ponto de equilíbrio entre a poupança e o investimento.

A liberalização do Sistema Financeiro e do mercado de crédito é na visão neoclássica a melhor solução para a alocação mais eficiente dos recursos. Os agentes optariam por projetos que por uma relação custo-retorno maximize sua utilidade, os juros assumem o papel de custo de capital, devendo

as firmas buscar projetos de investimento que apresentem a maior taxa de retorno.

A política de taxas de juros subsidiados (e, portanto abaixo da taxa natural), provocaria nos países que adotam essa política uma carência crônica de poupança interna, o que criaria a necessidade artificial de crédito seletivo na alocação dos escassos recursos poupados. Resultando em um nível de investimento abaixo do potencial, escolha ineficiente de investimento e finalmente pressão inflacionária.

O desenvolvimento desse argumento foi feito através da chamada Teoria do Racionamento de Crédito. O racionamento ocorre de três maneiras: 1) racionamento através de preço (*price rationing*); 2) racionamento com desequilíbrio (*desequilibrium quantity rationing*); 3) racionamento com equilíbrio (*equilibrium quantity rationing*). O primeiro caso é administrado através da taxa de juros que regula a oferta e a demanda por crédito. No segundo caso existe um excesso de demanda por crédito, tipo de racionamento decorrente de algum controle governamental sobre o mercado e não propriamente a um esforço para selecionar clientes por parte do prestador. O terceiro caso, o mais estudado, é quando os prestadores não desejam conceder liquidez para todos os tomadores.

1.3- Teoria do Investimento Keynesiana

A teoria do investimento keynesiana é essencialmente conflitante com a teoria neoclássica. A poupança aparece na Teoria Geral como um simples resíduo. As decisões de consumir e as decisões de investir determinam, conjuntamente, a renda do país, portanto, o investimento é um determinante da poupança, invertendo a teoria neoclássica. O investimento torna-se assim a força motora que governa as modificações do volume da produção, uma expectativa de um aumento no investimento sobre a poupança, dado o volume anterior de emprego e produção, induzirá os empresários a aumentar o volume do emprego e da produção.

Não se pretende afirmar que o investimento não se possa auto financiar, e sim que, do ponto de vista macroeconômico, o nível de financiamento do investimento independe de poupança prévia. A evolução do sistema monetário transforma os bancos de simples intermediário de poupança e investimento em um dos principais supridores de meios de pagamento, capazes de criar crédito independente de depósitos prévios.

Se o mercado de poupança-investimento se torna ineficaz na teoria de Keynes, a determinação da taxa de juros não pode mais ser explicada por fatores reais. É nesse vácuo que surge a teoria da preferência pela liquidez, onde a taxa de juros é vista como uma variável monetária determinada pela oferta e demanda por moeda. A taxa de juros, longe de representar a interação entre demanda e oferta de capital, é um fenômeno inerentemente monetário. Por outro lado, se ela é capaz de afetar o investimento a principal variável de determinação do investimento é a Eficiência Marginal do Capital (EMK), ou seja, a relação entre a renda esperada de uma unidade adicional de capital e seu custo de produção; portanto, é a expectativa empresarial de longo prazo que determina o investimento. Isso significa, por exemplo, que as taxas de juros altas não estimulam a poupança, e muito menos os fundos disponíveis para o Investimento. Mas podem, pelo contrário, desestimular o investimento, além de afetar os custos de financiamento do projeto de investimento em curso.

Suposto isso, segue-se que o incentivo para investir depende na teoria keynesiana, em parte, da curva de demanda por investimento e, em parte, da taxa de juros. Assim sendo, o investimento vai variar até aquele ponto da curva de demanda do investimento em que a EMK em geral é igual a taxa de juros do mercado.

Os retornos sobre os investimentos não são mais conhecidos *ex ante*, na visão keynesiana eles são incertos. O investimento é determinado por dois riscos diferentes: 1º) Risco esperado pelo tomador para alcançar a rentabilidade que compense o investimento; 2º) Risco do prestador de insolvência da dívida por motivos ilícitos e lícitos.

1.4- Teoria do Investimento em Kalecki

Kalecki aproxima-se de Keynes na abordagem do investimento. Como Keynes no princípio da demanda efetiva, são os agregados: investimento e o consumo dos capitalistas, juntamente com o déficit orçamentário do governo e o saldo positivo nas exportações que constituem as variáveis fundamentais na determinação da atividade econômica.

Todavia, Kalecki mostra no capítulo quatro de seu livro Teoria da Dinâmica Econômica que o consumo dos capitalistas em um determinado ano depende dos investimentos efetuados em anos anteriores (isto posto em seu modelo simplificado onde o saldo da balança comercial e dos gastos do governo é igual a zero). Logo, considerando o modo dinâmico ao longo do tempo a variável estratégica é o investimento.

À decisão de investir na visão de Kalecki está intimamente ligada com a acumulação interna de capital, isto é, a poupança bruta das firmas. O segundo fator que incide na decisão de investir são os lucros por unidade de tempo, e finalmente, a variação no estoque de capital fixo. A elevação dos lucros influencia positivamente, no entanto, o aumento dos estoques de capital fixo tem uma influência negativa. O investimento bruto agregado em capital fixo apresenta um retardo em relação às decisões de investir no período, em parte devido ao período de construção dos equipamentos quanto a demora nas reações empresariais ao nível das variações das variáveis correntes.

Outra discussão feita por Kalecki no ensaio Tendência e Ciclos Econômicos¹ são os motivos que os capitalistas continuam a investir apesar da existência de capacidade produtiva ociosa, isso é decorrente das estratégias concorrenciais das empresas: o capitalista é levado a introduzir inovações tecnológicas para captar lucros auferidos por seus concorrentes. As inovações tecnológicas pouco discutidas na teoria de Keynes têm, portanto, papel importante na abordagem de decisões de investimento de Kalecki.

¹ Este ensaio de 1971 está presente no livro Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas (1980), obra que possui dois ensaios selecionados e traduzidos por Jorge Miglioli.

Baseando-se em evidências empíricas da economia inglesa e norte-americana Kalecki desconsidera a taxa de juros de curto prazo, sendo, a única taxa relevante a taxa de juros de longo prazo, que é relativamente estável por ser definida pela média das taxas de juros, recentes, de curto prazo. Desse modo Kalecki não busca destacar as incertezas sobre o futuro. Embora a incerteza se ache implícita em seu modelo.

1.5- Teoria do Investimento Pós-Keynesiana

A partir de Keynes, Minsky explora as noções de risco entre tomador e prestador, e desenvolve o conceito de instabilidade endógena do sistema econômico. Segundo o autor, a fragilidade financeira de qualquer firma é uma função direta dos fluxos de recursos gerados por um projeto de investimento, e indireta do fluxo de recursos comprometidos com tal projeto, representados pelo passivo. O grau de cobertura entre o fluxo de entrada e as obrigações passivas das firmas consiste no critério que permite classificar as firmas como *hedge*, *speculative* e *ponzi*. As firmas *hedge* são firmas produtivas, com entradas esperadas de caixa superiores aos pagamentos a serem efetuados. Essas firmas ficam a salvo do mercado financeiro se o mercado de bens operar conforme as expectativas. As firmas *speculative* são aquelas com pagamentos superiores as entradas de caixa. Normalmente isso ocorre em épocas de amortização das dívidas. Refere-se a pagamentos de ativos de longo prazo financiados por obrigações de curto prazo. Na postura *Ponzi*, as obrigações passivas superam as entradas de caixa. As firmas nessas condições tomam empréstimos para rolar suas dívidas. Suas dívidas crescem, no entanto, porque seu serviço não é atendido e novos empréstimos são contraídos para pagar juros que, por sua vez, são incorporados ao principal.

O circuito de financiamento e investimento na visão de Minsky é um circuito frágil financeiramente, devido a alavancagem que as firmas se expõem no processo de investimento, os prestadores têm dúvidas quanto a capacidade de pagamento dos tomadores. Frente a sinais de insolvência, os prestadores iniciam a recusa de crédito. Nesse momento, o investimento é

reduzido e o fluxo de gastos dirige-se das firmas para os bancos. Os setores real e financeiro irão interagir, de acordo com o processo de formação de expectativas. O racionamento de crédito que ocorre depende da não realização das expectativas em relação aos lucros esperados pelos tomadores, colocando em dúvida a capacidade de liquidez e solvência dos mesmos. Os bancos procuram evitar nessa fase os refinanciamentos temendo a inadimplência e possíveis falências, procurando assim reaver seus créditos. Para selecionar os clientes os bancos elevam as taxas de juros a fim de expulsar tomadores com processos duvidosos, conduzindo um sistema financeiramente frágil² para uma crise financeira, os choques exógenos seriam apenas antecipadores das crises.

A combinação entre o comportamento dessas firmas produtivas com as características das firmas bancárias induz ao racionamento de crédito, quando o risco do empréstador eleva-se devido ao maior grau de endividamento das firmas não bancárias. Desapontamentos das expectativas dos empréstadores com o conseqüente aumento do grau de incerteza criam as restrições à extensão do fluxo de crédito. Nesse momento, os bancos iniciam uma exigência de repagamentos, podendo assim exercer uma pressão sobre as condições financeiras das firmas.

A decisão de emprestar está, portanto, centrada no grau das mudanças na percepção de risco dos agentes. A perspectiva de lucratividade dos projetos, na visão dos empréstadores, a partir dos desapontamentos (ex-post), leva ao racionamento de crédito.

² Minsky observou que as economias capitalistas sofisticadas eram endogenamente instáveis. Pois, as empresas estimuladas por inovações financeiras tendem a aumentar gradualmente seu endividamento passa da posição *Hedge* para a posição *Speculative* e finalmente para a posição *Ponzi*.

Capítulo 2 – A Industrialização pré 1980

2.1- Desenvolvimento industrial brasileiro e suas características

O Brasil tornou-se um paradigma da industrialização retardatária após os anos 30, especialmente após a Segunda Guerra Mundial quando o Plano de Metas realizou transformações estruturais decisivas na industrialização brasileira. Notando não apenas um acelerado crescimento da industrialização, mas uma intensa diversificação das forças produtivas articulada pelo Estado.

A articulação do Estado na industrialização é fruto do Pacto Nacional-Desenvolvimentista, que tem início com o movimento tenentista na Revolução de 1930 e tem Getulio Vargas como seu principal ator político. O pacto político formado com a participação dos empresários industriais, dos técnicos e burocratas do Estado e dos trabalhadores organizados, perde a participação dos últimos no golpe militar de 1964, transformando-se no Pacto Burocrático-Autoritário formado pelos empresários e a burocracia do Estado que manterá a estratégia desenvolvimentista até a grande crise dos anos 1980.

O Estado exerceu um fator de impulso à industrialização brasileira no período de grande vitalidade, 1930/1980, para o crescimento mencionado. Afora a sustentação financeira dos grandes blocos de investimento que determinaram as principais modificações estruturais da economia brasileira como os investimentos em infra-estrutura e na produção direta de insumos intermediários, foram decisivos como instrumentos de política econômica os incentivos creditícios e cambiais ao investimento privado na economia e a reforma aduaneira. Entre outros exemplos destes incentivos na economia brasileira estão:

- i) A criação da instrução 70 da SUMOC (1953) que disciplinava a alocação de importações de forma mais racional e definida de acordo com o interesse industrial. As importações eram divididas em cinco categorias, segundo a sua essencialidade. Criaram-se assim taxas

de câmbio múltiplas, e uma categoria especial que incluía máquinas e equipamentos;

- ii) A instrução 113 da SUMOC (1955), como expediente para atrair os investimentos estrangeiros diretos a curto prazo, onde as empresas transnacionais no Brasil poderiam importar máquinas e equipamentos sem cobertura cambial, as empresas transnacionais aproveitavam também, para enviar lucros a suas matrizes através de importação de máquinas e equipamentos a preços inflacionados ;
- iii) O crédito oficial subsidiado (com prazos maiores e menores taxas de juros) para estimular a acumulação do setor privado nos setores considerados prioritários, através da criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE);
- iv) Criação de grupos executivos com representantes da SUMOC, CACEX, BNDE e dos empresários, para organizar, incentivar e acompanhar a implementação das diferentes metas setoriais.

O financiamento de inversões em capital fixo das grandes empresas nacionais e transnacionais se deu através do autofinanciamento e do acesso a empréstimos no mercado externo de capital. No primeiro momento de volumosos investimentos, Plano de Metas, o financiamento se deu através do investimento direto estrangeiro e o financiamento as importações.

As empresas estatais e autarquias tinham como principais fontes de financiamento o BNDE, o crédito externo e o próprio Tesouro Nacional. O BNDE nos dez primeiros anos de sua criação, 1952-1962, foi o principal provedor de recursos para os investimentos das estatais.

Esse padrão de financiamento dos investimentos pelo Estado por meios creditício, cambial e fiscal prevalece nos primeiros estágios do desenvolvimento, pois alguns países ingressaram na era industrial quando as bases técnicas e financeiras das atividades manufatureiras já eram relativamente complexas, implicando grandes dimensões de plantas e elevadas exigências tecnológicas (Serra, 1998).

O governo brasileiro tentou por meio das diversas reformas financeiras³ entre os anos de 1965 e 1967 sofisticar os instrumentos privados de financiamento para os investimentos.

O financiamento público dos investimentos em capital fixo em meados da década de 70, onde se encontrava um contexto de grande expansão da atividade bancária internacional prevaleceram os empréstimos em moeda com taxas de juros flutuantes, ou seja, financiamento com poupança externa. Já as grandes empresas privadas se beneficiaram do financiamento do BNDE e de uma grande gama de incentivos fiscais, constatamos que na segunda metade da década de 70 três quartos dos recursos do BNDE eram destinados ao setor privado nacional no investimento do II Plano Nacional de Desenvolvimento.

A participação do Estado como agente e impulsor do desenvolvimento reduz-se com a crise fiscal do Estado na década de 80 e se intimida ainda mais com as reformas liberais implantadas nos anos 90 como analisaremos mais cuidadosamente nos capítulos III e IV respectivamente.

O segundo personagem principal no cenário econômico brasileiro foram as empresas transnacionais. Por possuírem um grau de acumulação de capital mais elevado em suas matrizes foram capazes de realizarem inversões mais elevadas as suas filiais na periferia, concentrando assim, predominantemente nas indústrias de transformação nos setores mais dinâmicos da economia, onde elas operam com escalas de produção, intensidade de capital, grau de oligopolização, complexidade tecnológica e produtividade mais elevada que as empresas nacionais. Até meados dos anos 50 predominavam as empresas norte-americanas. Posteriormente, observa-se uma significativa diversificação dos países de origem dessas empresas, principalmente com a entrada de empresas européias motivadas pelo processo histórico conhecido como desafio americano, onde em busca de novos mercados, decorrente da

³ As reformas financeiras compreenderam um conjunto de mudanças institucionais e instrumentais promovida pelas Leis nº: 4.595/64 (Reforma Bancária), 4.380/64 (Reforma da Habitação), 4.728/65 (Reforma do Mercado de Capitais), 4.829/65 (Sistema de Crédito Rural no Brasil); e por medidas de incentivo à inversão do capital estrangeiro (Leis nº 4.390/64, que substitui a Lei de Remessas de Lucros de 1962) e à mobilização compulsória da poupança doméstica (Leis nº 5.107/66 – FGTS) e de fundos financeiros específicos (instituição da correção monetária aplicada aos títulos públicos e contratos imobiliários).

concorrência em seus países imposta pelas empresas norte americanas as empresas européias seguiram para países em desenvolvimento transferindo parte de suas instalações defasadas tecnicamente em suas sedes para esses países. Com isso, parte dos incentivos oferecidos às empresas transnacionais com a instrução 113 da SUMOC foi para financiar compra de máquinas e equipamentos obsoletos na Europa.

Por fim, o tripé que baseou a industrialização brasileira foi constituído pelas empresas privadas nacionais, com papel de coadjuvante na indústria assumiu o papel de complementaridade das atividades das empresas transnacionais. Este foi o caso típico da indústria automobilística e da indústria de autopeças; podemos estender aos setores onde a participação de empresas estrangeiras é menor como a construção civil, agricultura e os setores de bens de consumo não duráveis.

Apresentada a divisão das forças impulsoras do desenvolvimento capitalista no Brasil constatamos que os investimentos realizados no Brasil concentraram-se nos setores de bens de capital e bens de consumo duráveis (o crescimento entre 1955 e 1962 de 26,4% e 23,9% a.a., respectivamente). Entretanto, mesmo com a crescente diversificação da oferta de bens de capital não se chegou a completar a internalização do Departamento I na economia, pois cresceu a demanda por novos produtos cuja disponibilidade proveio das importações⁴.

Outra característica do capitalismo brasileiro consiste no seu caráter altamente desigual com grandes margens de pobreza, provocando assim, uma expansão acentuada na demanda por bens de consumo duráveis que tem um mercado restrito. Mas, garantido por uma distribuição de renda pessoal concentrada. O crescimento do consumo dos trabalhadores depende do consumo e investimento dos capitalistas. É isto que não permite a esse setor liderar o crescimento da economia, senão ao contrário, ser arrastado por ele, como ressalta Tavares e Belluzzo (1998).

⁴ O coeficiente de importação com relação ao PIB aumentou de 5,4% para 8,6%, valores constantes de 1970,

Os desequilíbrios inter e intra-setoriais do crescimento, bem como os desequilíbrios agudos no balanço de pagamentos e a aceleração inflacionária que caracterizam um período de expansão é incapaz de se auto-sustentar por um período prolongado. Sendo assim, notamos uma tendência estrutural ao declínio cíclico. Os ciclos declinantes encontrados no período após a longa expansão do Plano de Metas que resultou em queda do investimento no período entre 1962/1967 não se comparam ao grande período de semi-estagnação que o Brasil enfrentou após os anos 1980 e perdurou por pelo menos 25 anos e será o período detalhado aqui. A recuperação da economia a partir de 1967 foi sob influência de uma política monetária e fiscal mais folgada proporcionando ao país o segundo ciclo de expansão do pós-guerra. O milagre econômico que de forma análoga ao período até 1962 tem seu dinamismo baseado na indústria manufatureira; igualmente seus setores que mais cresceram foram os bens de consumo duráveis e os bens de capital (crescimento de 23,6% e 18,1% a.a., respectivamente). No entanto, agora em contraste com o período anterior o “milagre” esteve associado com uma acentuada abertura estrutural para o exterior. As importações aumentaram de 5,4% para 14,2% em relação ao PIB; esse considerável aumento foi possível devido ao rápido crescimento das exportações, cujo volume mais que dobrou, 2,8 vezes, devido à melhora das relações de troca.

O fim do período do milagre econômico veio de encontro com o primeiro choque do petróleo e a crise da ordem financeira de Bretton Woods e a peculiar resposta brasileira à crise por meio do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). A controversa resposta brasileira foi amplamente defendida e atacada por economistas e será exposta a seguir, pois é este o período que desencadeia 25 anos de semi-estagnação e níveis pífios de investimento.

2.2 - A crise internacional e o II PND

A década de 1970 foi marcada pela desestruturação da ordem econômica vigente, tanto na ordem monetária financeira com o fim da paridade

ouro-dólar em 1971 quanto a subsequente flutuação das taxas de câmbio após 1973. O período pós 1973 é marcado pela instabilidade financeira, crescentes níveis de déficit público nos países centrais e de um período de esgotamento das inovações tecnológicas no setor produtivo.

O primeiro choque do petróleo que levou os preços do barril a um patamar quatro vezes acima do preço do pós-guerra originou por um lado a diminuição do comércio internacional, decorrente do aumento do preço dos produtos por parte dos países centrais sem uma contrapartida do preço dos produtos exportados pelos países periféricos, refletindo a desaceleração do Produto Interno Bruto (PIB) dos países industrializados. Por outro lado as inovações financeiras decorrentes da formação de um mercado desregulamentado de dólares na Europa, na praça de Londres, reciclando os altos lucros dos países exportadores de petróleo deu origem a um importante ciclo de crédito internacional.

A resposta brasileira para a crise e desaceleração mundial foi um amplo programa de investimento. O controverso plano foi interpretado por três visões distintas. A primeira abordagem, abordagem ortodoxa advoga que diante do desequilíbrio no balanço de pagamentos, três alternativas se colocavam: 1) diminuir a demanda interna por meio de um ajuste recessivo clássico; 2) expandi-la a custo de um endividamento externo maior; 3) comprimir o consumo em favor do aumento do investimento. Segundo os autores o ajuste escolhido foi o segundo a fim de atender a estratégia de legitimação do regime militar. Além disso, a escolha de permanecer com o crescimento só foi possível por haver grande financiamento externo permitindo apreciação da taxa de câmbio e um conseqüente subsídio à energia importada.

O modelo de crescimento adotado pelo governo Geisel contava com barreiras à continuidade do alto crescimento do “milagre” como a falta de capacidade ociosa e a necessidade de altos investimentos; soma-se a isso a falta de integração entre os projetos, bem como o superdimensionamento de vários deles. Portanto, a estratégia adotada está diretamente ligada a transição política que estava por vir e a vontade de fazer uma transição lenta, segura e gradual do regime autoritário para o regime democrático.

Segundo os autores estruturalistas defensores do II PND o ajustamento do período busca superar a crise e o subdesenvolvimento. Os investimentos de grande porte são uma ruptura, ao direcionar a indústria para um patamar capital-intensiva e tecnologia-intensiva, integrando o parque industrial e dando capacidade de competitividade internacional.

Em uma visão crítica ao II PND Lessa (1978) demonstra que os obstáculos que o ajuste deveria suplantar eram demasiadamente penosos. Além do declínio cíclico dos investimentos resultantes dos altos investimentos do período do “milagre”, a mudança do eixo do processo de acumulação dos setores mais pesados criava conflito de interesses com os setores dominantes anteriormente. Ressalta também, que não houve redução do coeficiente importado, tampouco houve uma ampliação do coeficiente exportado e o cenário internacional de recessão nos países desenvolvidos e de financiamento de curto prazo com taxas de juros ascendentes ampliavam os desajustes⁵.

Em geral, constatamos que o II PND se trata de um período singular. Ele enfrenta um período adverso internacionalmente com taxas de crescimento razoáveis, aumenta consideravelmente a relação Capital/Produto da economia interna exigindo crescimento substantivo da taxa de poupança, o financiamento para os volumosos investimentos partiu da poupança compulsória (PIS/PASEP e recursos do BNDES) e, sobretudo, de financiamento bancário em moeda estrangeira com taxas flutuantes de curto prazo⁶.

⁵ À luz da interpretação de vários autores (Barros de Castro, Lídia Goldenstein) o professor Lessa fez uma releitura crítica do II PND corroborando com sua análise feita em 1978. Foi tirado da entrevista do professor Lessa dada a Revista Formação Econômica (2001) o seguinte trecho: “O professor Castro chamou a atenção, a meu juízo de forma correta, que o II PND modificou a estrutura produtiva brasileira. Eu não neguei isto. Em 1978 eu estava mais interessado em perceber, em chamar a atenção de que a tentativa do II PND iria levar o Brasil para uma armadilha financeira e infelizmente meu prognóstico se cumpriu. O professor Castro estava preocupado em mostrar a herança do II PND em modificar a estrutura industrial brasileira substantiva e estruturalmente, tanto que o professor Castro, em seu trabalho, diz que o Brasil encontrou um modo de se reinserir no comércio internacional, no que tem toda razão, pois o Brasil passou a ser exportador significativo de produtos siderúrgicos, de produtos elétricos intensivos, etc.”

⁶ A dívida contraída em moeda estrangeira com taxas flutuantes passou de 25,2% no período de 1971-1973, para 51,8% no período entre 1974-1978, e finalmente, para 64,4% para os anos entre 1979-1982. Concomitantemente, a dívida teve seu prazo encurtado, enquanto, a dívida

No que tange ao investimento notamos uma distinção de dois períodos: no primeiro o investimento cresce acima da produção corrente⁷ entre 1974/1976 aumentando a capacidade ociosa da indústria, no período seguinte ocorre o inverso até 1980. Ficando clara a descontinuidade do padrão adotado do II PND. Outra evidência da descontinuidade é a constante substituição do investimento privado pelo investimento estatal.

Observa-se que o investimento no II PND tem um caráter compensatório, não inovador. Além do mais, rompe-se a articulação do investimento público com o investimento privado, cabendo a maior parte dos investimentos ao primeiro e uma menor participação das empresas privadas multinacionais, os capitalistas nacionais foram favorecidos reservando-lhes os investimentos no setor de bens de capital sob encomenda. As empresas privadas nacionais contavam com uma gama considerável de subsídios de crédito, fiscais e para a importação de insumos.

Os setores que apresentaram maior dinamismo na economia brasileira no período entre 1974-1979 foram os setores agroindustrial e/ou exportadores⁸. Os anos 1970, especialmente na segunda metade, foi um período de tecnificação e agroindustrialização da agricultura inserindo-se no comércio internacional, elevando assim, seu coeficiente de exportação exigindo aumento das inversões neste setor. Nota-se também, um esforço grande de investimentos no setor de energia.

de curto prazo representava 9,6% no ano de 1978 já representava 15% em 1980 e saltando para 20% da dívida total no ano de 1982.

⁷ A formação de capital da economia cresceu em média 12,7% a.a., enquanto o PIB crescia 8,3%. (Serra, 1998).

⁸ O coeficiente exportado da agricultura evoluiu da seguinte forma na década: 1970/71 (13,5%), 1972-1974 (16,9%), 1975-1977 (21,3%) e 1978-1980 (18,3%).

Tabela 2

Distribuição Setorial do Investimento (%)			
Setores	1970-1974	1974-1979	Projeção II PND
Energia	8,4	10,1	19,4
Petróleo	1,1	1,7	2,0
Gás e Carvão	0,0	0,0	2,4
Eletricidade	7,3	8,4	15,0
Indústria	18,6	17,8	22,8
Indústria básica	10,5	10,7	19,3
Metalúrgica	2,4	2,7	6,8
Mat. De Transpo	1,8	1,5	2,3
Mecânica e Elétri	2,0	2,5	2,7
Química	2,4	2,2	4,5
Não metálicos +	2,0	1,8	2,0
Outras	8,1	7,2	3,5
Transporte	11,6	9,4	10,2
Comunicações	3,1	3,5	3,8
Memo: Investimento	22,5	24,1	-

Fonte: Batista(1987) apud Carneiro (2002).

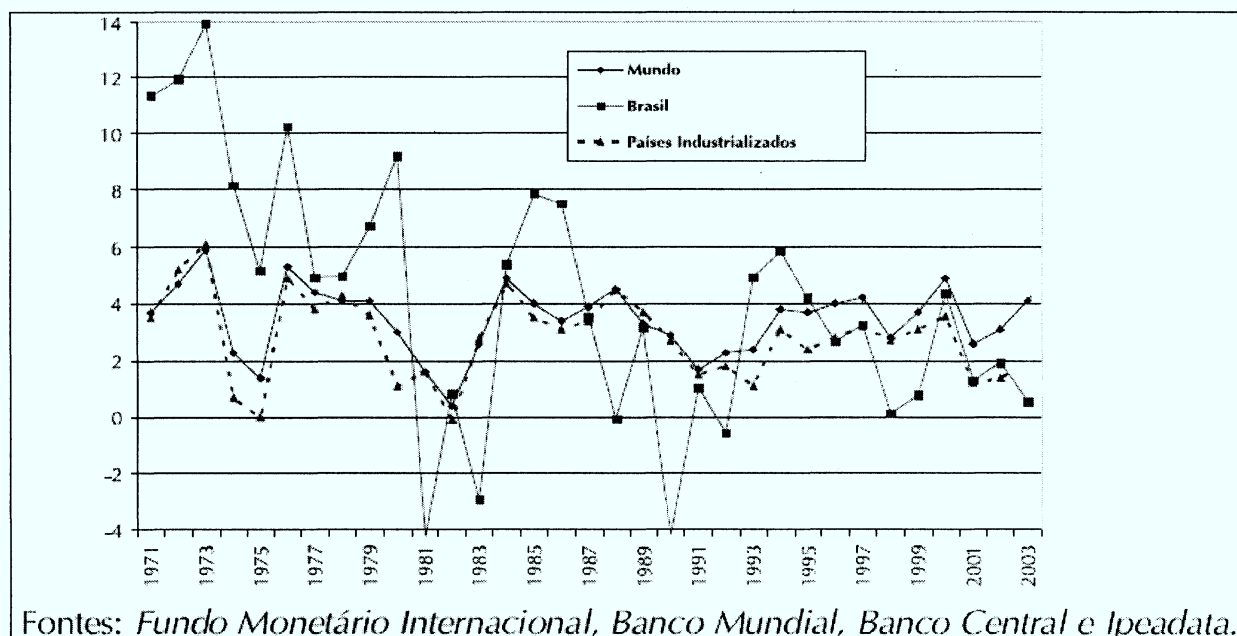
É possível notarmos que há um movimento de revisão do II PND por volta de 1977, essa revisão é um marco que estava ancorado na articulação entre público e privado. Os investimentos realizados não atingiram em sua maior parte os patamares projetados, contudo, foram investimentos consideráveis considerando mesmo o período anterior de grande crescimento, esse fato pode ser explicado em parte pelo irrealismo de muitas metas de expansão do II PND, e também por reavaliação de alguns grandes projetos em função da política de contenção do gasto público. Embora com muito esforço, o investimento foi em parte desperdiçado à medida que seguiu velhas estruturas com problemas e descontinuidades. Principalmente quando olhamos na capacidade de ganhos tecnológicos que se mostrará fundamental nos anos 1980 com o paradigma de uma nova dinâmica produtiva.

Capítulo 3 – Anos 80 e a Década Perdida

3.1 - Ajustamento e imersão à crise

A conjuntura do endividamento – em moeda estrangeira com taxas de juros flutuantes – durante o II PND engendrou a crise na economia brasileira. A interrupção do fluxo voluntário de empréstimos em moeda dos países centrais para a América Latina provocou um estrangulamento cambial e impôs um dramático esforço de ajustamento à crise do setor externo. Entre os países industrializados ocorreu uma redução pontual do crescimento, sucedida pela recuperação do nível de atividade. No entanto, os impactos da crise sobre o Brasil foram muito mais profundo do que em outras partes do mundo. Como se pode ver no Gráfico 1, a economia registrou queda de 4,3% do Produto Interno Bruto (PIB) já em 1981, seguida por um crescimento medíocre de 0,8% em 1982 e por uma nova redução de 2,9%, em 1983.

Gráfico 1 - Taxa de Crescimento da Economia Mundial, do Brasil e dos Países Industrializados – 1971 – 2003 (Em %)



A política de ajustamento realizado no Brasil no período entre 1980-1984 foi decisiva para a imersão da economia brasileira em um estado de

semi-estagnação e forte contração da Formação bruta de Capital Fixo (FBCF) por quase toda a década. O ajustamento adotado foi com intuito de diminuir o déficit em transações correntes preservando o patrimônio dos credores internacionais, principalmente os bancos norte-americanos, que tinham em suas carteiras grande volume de empréstimos para os países periféricos. O agravamento da crise se deu em 1982 quando o governo mexicano decretou a moratória, gerando desconfiança em relação aos países em desenvolvimento e a interrupção definitiva de empréstimos para esses países. Em 1983, o presidente João Figueiredo assinou carta de intenções com o Fundo Monetário Internacional (FMI): nesta carta decretou-se a paralisação do setor produtivo nacional, o Brasil se comprometia a seguir as metas de política monetária, fiscal, cambial e tarifária estabelecidas, de acordo com a orientação monetarista ortodoxa do Fundo.

Diante de um horizonte de incerteza, instabilidade macroeconômica e encurtamento das decisões temporais o caminho adotado para o crescimento, almejando uma retomada do acesso ao mercado financeiro internacional, bem como a melhoria dos indicadores de solvência externa, foi o modelo do *Drive Exportador*.

A preservação da estrutura empresarial privada e a reestruturação do equilíbrio corrente das contas externas, onde, incentivava-se a produção para o mercado externo; o aumento da competitividade dos produtos exportados determinava a decisão de investir, buscando obter considerável superávit comercial para conter o déficit em transações correntes.

O crescimento contínuo das exportações dependia da renovação tecnológica do parque produtivo nacional, a conjuntura internacional apresentava uma aceleração do progresso técnico, tal desempenho só poderia ser conseguido internamente com a preservação das taxas de investimento em patamares elevados com o necessário e correspondente aumento das importações. Contudo, os Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE) realizados pelas empresas transnacionais no Brasil andaram na contramão da tendência mundial de globalização observada nos anos 80 sofrendo uma queda de mais de 50%, enquanto os IDE no mundo foram multiplicado por três. Já a participação brasileira no fluxo de investimento direto caiu de 6% no fim dos anos 70 para 1% no final dos anos 80. Assim, o modelo do *Drive Exportador*,

mostrou-se incompatível com a renovação tecnológica necessária, imposta pela competição internacional do novo padrão tecnológico. Através da Tabela 3, notamos que o aumento das Exportações segue na contramão do aumento das importações e também dos investimentos.

Tabela 3

Taxa de crescimento das principais variáveis econômicas (% a.a.), 1981-1989					
Períodos	PIB	Consumo	FBCF	Exportações	Importações
1981-89	2,2	1,8	-1,4	8,5	-1,3
1981-83	-2,1	-2,2	-11,7	8,0	-12,0
1984-86	7,0	6,4	11,2	5,3	7,7
1987-89	2,1	1,3	-2,2	12,3	1,5

Fonte: Sistema de Contas Nacionais, IBGE apud Carneiro (2002).

Ao olharmos a conta de capital, constatamos o constante aumento das remessas de lucros para o exterior agravando assim o déficit em conta corrente.

No final dos anos 70 o Brasil já se encontrava em um regime *Ponzi*, onde os novos endividamentos eram para pagar parte de sua dívida e a transferência de renda para o exterior tornava-se obstáculo para o crescimento nacional. O estancamento dos empréstimos voluntários para a América Latina além de conter o processo de aumento dos investimentos, retira das empresas a capacidade de saldar seus débitos.

O risco do devedor era tamanho que desencorajava a demanda por crédito. Dado o grau de indexação da economia brasileira a fragilidade financeira era enorme, assim, um tomador de empréstimos indexado pelo índice geral de preços teria de ter um estado de confiança tal na taxa de retorno de sua receita operacional que não lhe permitia ter dúvidas a respeito da superação do serviço da dívida. As maxidesvalorizações e os possíveis choques de juros internacionais também eram barreiras para quem recorria a empréstimos externos. Agravando, portanto, as possibilidades de financiamento do setor privado. Nos setores agrícola, mineral e manufaturado para exportação pode ter havido até mesmo crescimento da demanda por crédito novo. No entanto, a demanda maior de crédito choca-se com a

contração do crédito oficial – o crédito cedido pelo Banco do Brasil contraiu 20% no período entre dezembro de 1979 e dezembro de 1980 e 71% entre dezembro de 1979 e junho de 1984 – e com o seu sensível encarecimento.

Como destacam Belluzzo e Almeida (2001) o processo de desendividamento das grandes empresas nacionais só foi possível através da estatização da dívida,

“(...) a conclusão de que um processo de queda do endividamento, numa conjuntura de redução do investimento, só poderá ocorrer com a intervenção de um agente externo disposto a incorrer em déficit e dívida nova.” (Belluzzo & Almeida, 2001, p. 69)

Portanto, o choque dos juros norte americanos implicou que as grandes empresas nacionais e transnacionais privadas tomassem uma postura defensiva de desendividamento, que só foi possível em âmbito macroeconômico com o endividamento do Setor Público, da autoridade monetária e das empresas estatais. Permitiu assim, que as empresas privadas cortassem seus gastos, contrair despesas, postergar ou cancelar investimentos defendendo o lucro líquido. Favorecendo os grupos mais bem posicionados na estrutura de poder.

Além do desequilíbrio das contas públicas causado pela transferência ao exterior, a redução da carga tributária decorrente da recessão e da alta inflação – efeito Tanzi – mas principalmente pela renúncia fiscal em razão do *Drive Exportador*, que conduziram para uma redução drástica nos impostos indiretos. A tentativa do governo de manter sua receita com a elevação dos impostos diretos, Imposto de Renda sobre Pessoa Física (IRPF) e Imposto de Renda sobre Pessoa Jurídica (IRPJ), foi anulada pela queda da receita com os impostos indiretos, sobretudo após a maxidesvalorização do câmbio em 1983 acelerando a inflação.

A maxidesvalorização cambial impôs à autoridade monetária maiores esforços para o pagamento da dívida em moeda, aumentando o desequilíbrio das contas públicas.

No que tange as empresas estatais, essas foram afetadas de duas maneiras com a crise da dívida. Em primeiro lugar, devido ao alto passivo em moeda estrangeira, incrementando as despesas financeiras decorrentes do

aumento dos juros e da desvalorização cambial. A segunda forma é decorrente da política tarifária imposta às empresas estatais. As tarifas não acompanharam a inflação do período, com o objetivo de conter as pressões inflacionárias, entretanto, as tarifas depreciadas recompuseram o lucro do setor empresarial privado e diminuíram o comando das empresas estatais sobre suas taxas brutas de lucro (*Mark-up*).

O desequilíbrio das contas públicas provocou ajuste da política fiscal, sendo assim, a partir de 1983 o Brasil passou a obter superávit primário; no entanto, o ajuste mostrou-se penoso haja vista que o superávit decorreu do corte de despesas, sobretudo o corte de investimentos. O investimento das empresas estatais declinou em 40% entre os anos de 1981 e 1984. Como se pode perceber a partir do Gráfico 2, a taxa de investimento atingiu 23,6% do PIB em 1980 e declinou até atingir 15,5% do PIB a preços constantes⁹ em 1990, com uma curta recuperação entre os anos de 1984-1986. O corte do investimento público acelerou a queda do investimento total refletindo de forma intensa no crescimento do PIB; a partir do Gráfico 3, percebe-se claramente que as taxas de investimento e do crescimento do PIB estão fortemente correlacionadas¹⁰, acompanhadas de perto por mudanças mais do que proporcionais do investimento.

⁹ Como houve grandes flutuações dos preços relativos no Brasil nos anos de elevada inflação da década de 1980, é mais adequado acompanhar a tendência a partir da evolução da taxa de investimentos a preços constantes.

¹⁰ A correlação entre esses dois movimentos foi bastante elevada ($R=0,88$).

Gráfico 2 - Taxa de Formação Bruta de Capital Fixo no Brasil – 1970-2005 (Em %)

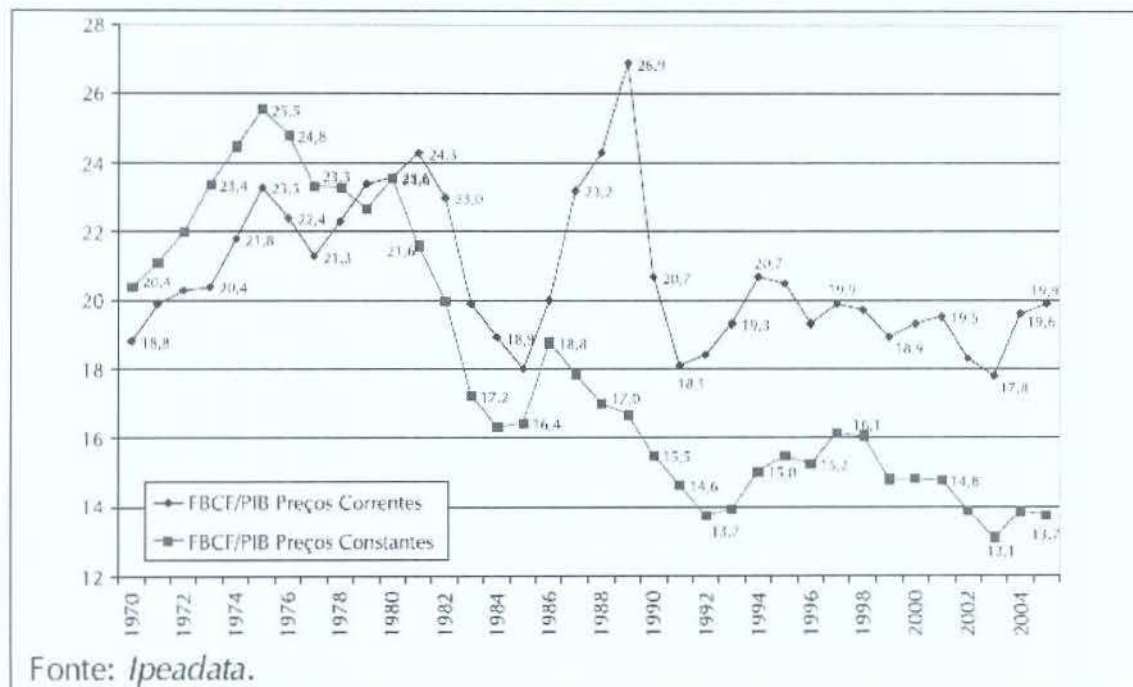
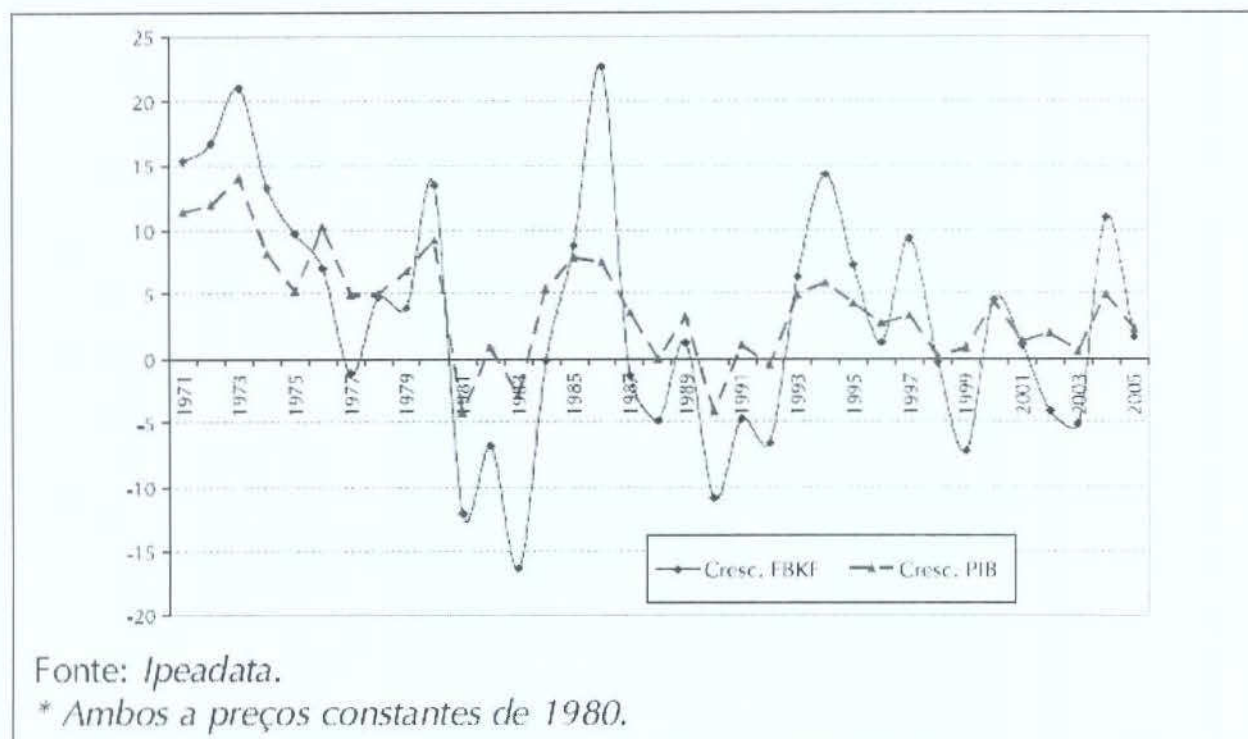
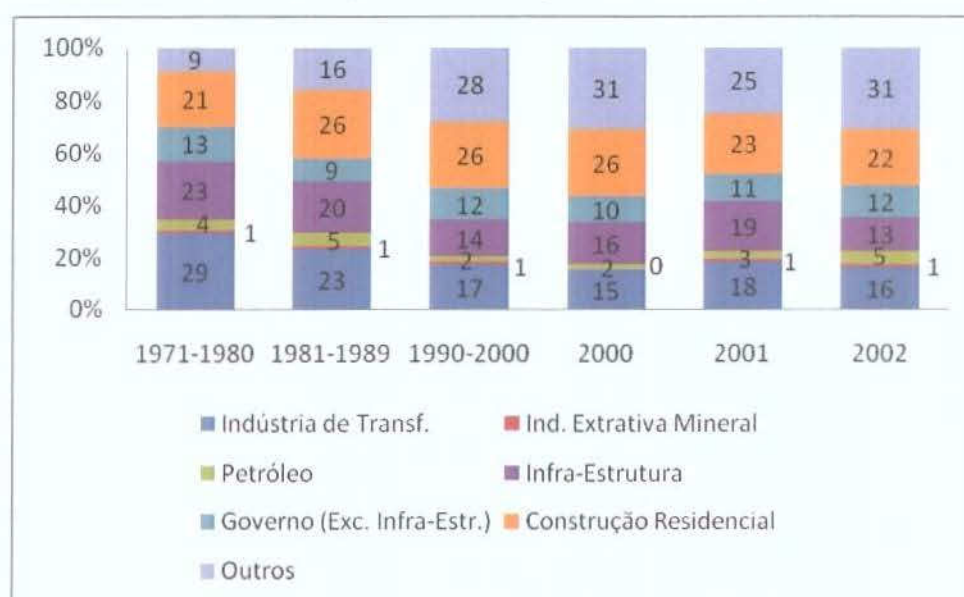


Gráfico 3 - Taxa de Crescimento do PIB e do Investimento no Brasil* 1971-2005 (Em %)



Outro aspecto relevante foi o caráter dos investimentos interrompidos, revelando mudanças importantes na composição do investimento. A composição da FBCF sofreu grandes alterações, não só como reflexo das políticas de ajuste, mas também em menor grau como fruto de mudanças nos preços relativos na dotação de fatores e na tecnologia (Torres Filho & Puga, 2007). Os cortes ocorridos se concentraram fortemente nos setores da Indústria de Transformação e Insumos Básicos e de Infra Estrutura, como mostra o Gráfico 4, evidenciando uma incompatibilidade do ajustamento com uma trajetória de crescimento sustentado.

Gráfico 4 - Composição da Formação Bruta de Capital Fixo (Em %)



Fonte: BNDES

O setor onde se constatou maior crescimento do investimento foi o grupo “outros”; neste grupo destacamos o setor de serviços que ocupou uma maior parte do espaço deixado pela Indústria de transformação e infra-estrutura. Entre os demais setores destacamos o crescimento do setor de habitação que cresceu 5% na década de 80 e manteve uma média de aproximadamente um quarto da formação bruta de capital fixo por quase todo o período estudado.

Constatamos, portanto, que o tripé desenvolvimentista de vigoroso investimento de outrora estava desfeito; o capital privado estrangeiro interrompeu o IDE para o Brasil e aumentaram suas remessas de lucros para suas matrizes; o capital privado nacional tomou uma posição defensiva e rentista, lucrando com o aumento de seus *Mark-up* e ganhos com as altas

rentabilidades financeiras motivadas com a alta inflação. E, por outro lado, o Setor Público tinha suas contas deterioradas e reduziu seu déficit optando por cortes nos investimentos, tornando incompatível o ajuste com a retomada do crescimento.

Não obstante, o financiamento do investimento era uma barreira ao crescimento. O modelo de financiamento adotado até então, com poupança externa, tornava-se inexecutável para o setor público; a debilidade do mercado de capitais permanecera para o financiamento do setor privado nacional; o sistema bancário privado estava atado, assumira uma posição defensiva em face aos riscos de crédito – aos moldes do risco do tomador e do emprestador keynesiano – e aumentaram a proporção da intermediação de moeda indexada no total de seu ativo. O principal veículo de financiamento de longo prazo no Brasil, BNDES, sofreu com a queda de arrecadação do PIS-PASEP – cuja fonte era o faturamento das empresas – diminuindo o potencial do banco para financiar seus projetos; a queda do *Mark-up* dificultava o autofinanciamento para as empresas estatais; para as empresas privadas a inflação apresentava-se como instrumento para reconstruir uma rentabilidade esperada atrativa e garantir o financiamento da produção com maior proporção de recursos próprios. Mas o aumento das incertezas inibia a decisão de investimento, devido ao receio das empresas de assumirem riscos.

A análise do período de ajustamento no início da década de 80 permite concluir que o alinhamento aos ditames do capital internacional e a preservação do grande capital privado nacional engendrou um longo período de baixo crescimento. A necessidade de ajuste fiscal das contas públicas incidiu em um equivocado corte dos investimentos por parte do governo, as estatais se encontravam em situação fragilizada como instrumento da política de controle da inflação e da preservação patrimonial do empresariado privado, enquanto o investimento privado submergia ante a incerteza quanto ao comportamento das taxas de juros e dos indexadores, além da precariedade cambial.

3.2 - Economia “desajustada”, semi-estagnação e aceleração da inflação.

Em uma segunda etapa, o processo de ajustamento já concluído deveria abrir espaço, na visão dos articuladores do ajuste, para reações ativas, resultando em estímulo à expansão dos ativos operacionais do conjunto das empresas e em crescimento da economia. Teoricamente, deveriam reagir os componentes da estrutura de ativos que tinham sido mais deprimidos sob o impacto da recessão e da contração de crédito. A retomada de novos investimentos se refletiria na recuperação dos valores do capital imobilizado. Em um processo como esse liderado por posturas empresariais ativas, o endividamento do conjunto das empresas junto a fornecedores e bancos tenderia a subir, expressando a necessidade de financiamento dos ativos em expansão. O processo seria mais ou menos intenso e seguiria em maior ou menor rapidez, de acordo com as expectativas empresariais de curto e de longo prazo, bem como o risco e o custo atribuídos ao novo endividamento (Belluzzo & Almeida, 2002).

Entretanto, este cenário idealizado não se concretizou. Após o ajustamento a economia apresentou movimentos de crescimento de curto prazo e de recessão (*stop and go*), já as empresas privadas permaneceram com posições defensivas em relação às margens de lucro e às decisões de investimento e endividamento. As incertezas acentuaram-se com a sucessão de congelamentos, desindexação ou com a ameaça permanente de recessão provocada por um choque de estabilização.

As vantagens de proteção não se traduziram em um ciclo permanente de investimento para a formação de novos ativos. Os investimentos foram para a modernização de bens de capital para a produção para o mercado externo e não para o aumento da capacidade instalada. Isso se deve em grande parte as vantagens concedidas às grandes empresas ficaram restritas às expectativas de curto prazo, e, em segundo lugar porque há possibilidade bastante grande de substituição destes ativos.

No biênio 1985-1986 constatou-se uma aceleração da demanda corrente interna. Neste período ocorreu uma rápida ocupação da capacidade ociosa na indústria de transformação, sendo que, alguns segmentos atingiram níveis considerados como de plena capacidade. Assistiu-se, de fato, a expansão da

indústria e da economia, mas também um *boom* de investimento amparado por uma inusitada expansão do crédito bancário. Esse investimento seguiu a tradição dos últimos anos e concentraram-se em investimentos "leves", ou seja, na ampliação marginal da capacidade instalada.

Os setores que apresentaram melhor desempenho dos investimentos foram o setor têxtil, com uma etapa expressiva de expansão e modernização do parque produtivo, destacamos também o setor de ônibus e caminhões com a renovação da frota nacional. Em relação ao investimento público não houve significativa alteração, os investimentos permaneceram em queda, como mostra a tabela 4, provocando aumento dos gargalos de infra-estrutura e redução das margens de capacidade ociosa.

Tabela 4	
Taxa de investimento do setor estatal federal	
Anos	Taxa
1980	4,4
1981	4,9
1982	4,9
1983	3,7
1984	3,2
1985	3,2
1986	3,1

Fonte: Boletim de Cconjuntura IE-UFRJ.

O surto de investimento ocorrido no biênio 1985-1986 não se tornou um crescimento sustentável possibilitando um ciclo de crescimento econômico. A própria característica do investimento, com a pouca ampliação da capacidade produtiva e pouco investimento estatal podem explicar esse fato, no entanto, a retração da taxa de investimento coincide com o fracasso do Plano Cruzado, as incertezas geradas após o insucesso do plano se acentuaram demasiadamente, a inflação reprimida durante o período de congelamento teve uma elevação abrupta. As grandes empresas que tiveram forte queda do seu *Mark-up* e de sua receita financeira durante o período do Plano Cruzado ajustaram seus preços para defender seu patrimônio dando início a um forte aumento dos preços, além disso, a iminência de um novo congelamento de

preços motivava as empresas a antecipar o reajuste dos preços, gerando um período de grande incerteza.

Tabela 5

Taxa de inflação no Brasil 1979-1990	
Anos	IGP
1979	77,2
1980	110,2
1981	95,2
1982	99,7
1983	211,0
1984	223,8
1985	235,1
1986	65,0
1987	415,8
1988	1.037,60
1989	1.782,90
1990	1.476,60

Fonte: Banco Central do Brasil.

A conjuntura que se segue após o ano de 1987, imerso a incertezas radicais era o esperado pelos críticos ao ajustamento. As empresas buscam se proteger cada vez mais aumentando suas receitas financeiras, diminuindo seus investimentos e seu endividamento, a postura patrimonialista das grandes empresas reflete no aumento dos investimentos em empresas controladas e coligadas ("investimento", segundo sua denominação contábil). A participação das empresas nacionais passa de 13% para 19% e das empresas estrangeiras passa de 7,5% para 13,3% na participação de controladas e coligadas.

A carga tributária cai continuamente no período entre 1987-1989, contudo, observamos um pequeno aumento das despesas de capital em 1987 – principalmente investimentos e transferência de capital – indicando que nos anos 80 foram tentados dois padrões de ajustamento incoerentes. O primeiro foi à busca de um superávit primário, insustentável, escorado no corte dos investimentos. O segundo ajuste foi orientado para a recuperação dos gastos correntes, excessivamente liberais, não contribuíram para amenizar as dificuldades de financiamento do setor público.

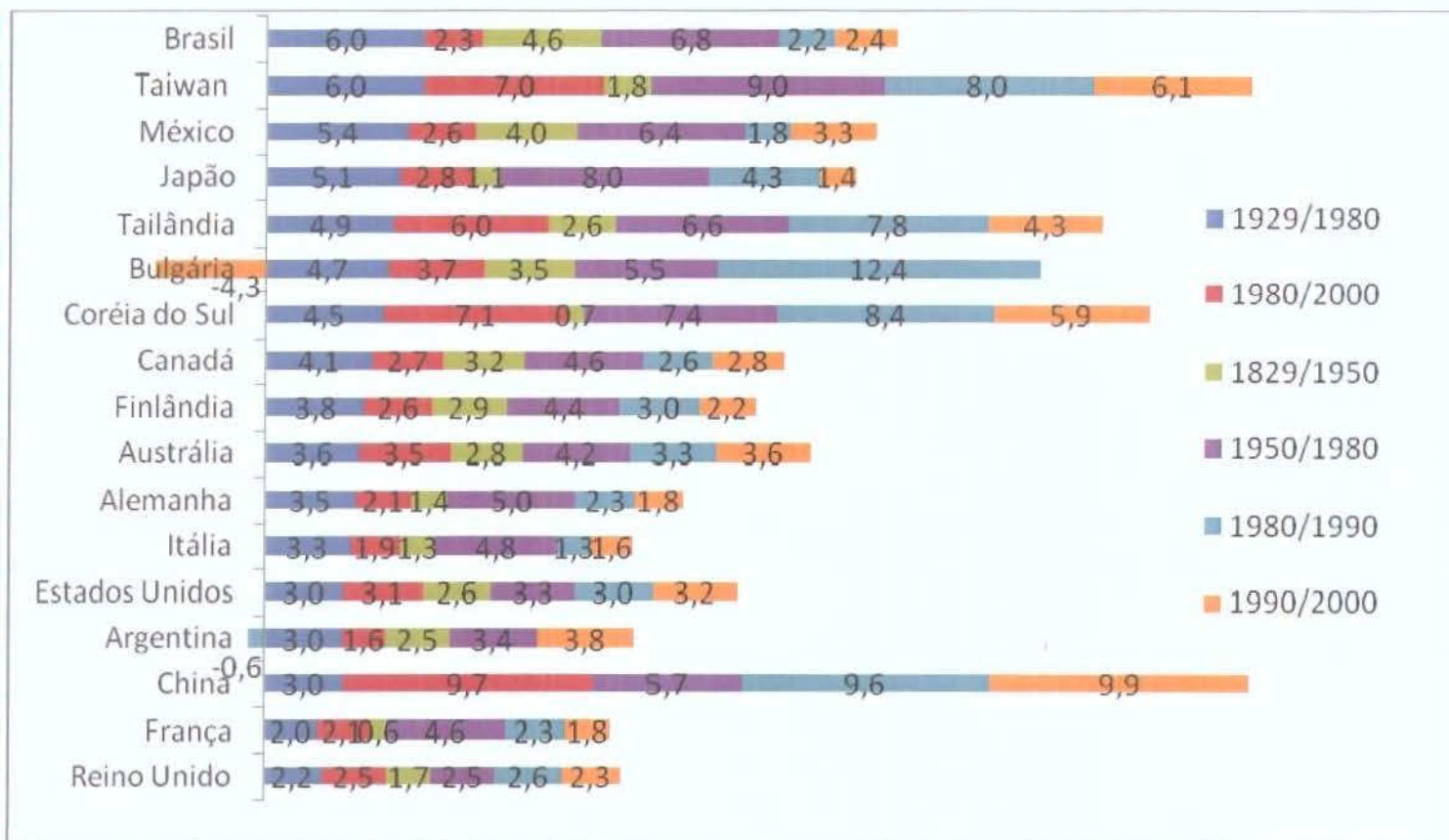
Por fim, o Tesouro foi obrigado a arcar com o ônus crescente dos desequilíbrios das empresas estatais, que se torna fator adicional ao constrangimento dos gastos públicos.

Capítulo 4 – Anos 90 e a Década Vendida.

4.1 – A reinserção financeira.

Vimos anteriormente que a década de 80 foi marcada pela semi-estagnação da economia, alta inflação e pela escassez de divisas derivada da transferência de recursos reais para o exterior. A década de 90 é marcada pela reinserção do fluxo financeiro do centro para o Brasil e o controle da inflação a partir de meados do ano de 1994. No entanto, a economia continuou em estado de semi paralisia com crescimento de apenas 2,4%, pouco acima da média da década anterior e bem abaixo da média dos demais países asiáticos em desenvolvimento, como observamos no Gráfico abaixo.

Gráfico 5 - Crescimento econômico comparado (Em % a.a.)



Fonte: Carneiro (2002).

O baixo crescimento reflete por sua vez na trajetória de investimento, a década de 90 foi um período de níveis de investimentos ainda mais baixos.

Além disso, na avaliação do investimento nessa década outra característica relevante no período, são os ciclos de breve duração. Há três ciclos de investimento no período com picos da taxa de inversão e duração de seis meses em 1995, 1997 e 2001. Este fenômeno é decorrente da desarticulação dos macros setores industrial e infra-estrutura, e também uma redução do encadeamento intra-setorial na própria indústria em razão do aumento da participação das máquinas e equipamentos importados.

Tabela 6

Taxas Anuais de crescimento do PIB e da Formação Bruta de Capital Fixo e coeficiente de investimento, médias do período. (a preços constantes de 1980)

Anos	Crescimento do PIB (%)	Crescimento da FBKF (%)	FBKF/PIB (%)
1971-1980	8,4	9,3	23,5
1981-1983	-2,8	-12,6	19,6
1984-1989	4,6	4,2	17,2
1990-1992	-1,7	-7,3	14,9
1993	4,1	7,2	14,4
1994	5,8	12,2	15,2
1995	4,1	13,6	16,7
1996	3,0	2,1	16,5
1997	3,3	11,7	18,1
1998	0,2	-2,0	17,7
1999	0,8	-7,2	16,3
2000	4,5	1,3	15,8
2001	1,7	6,2	16,5

Fonte: IBGE, apud Bielschowski (2002).

Tabela 7
Variáveis macroeconômicas selecionadas, 1990-2001.

Anos	Crescimento do PIB (%)	Crescimento da taxa de FBKF (%)	Rendimento médio real (jul.94=100)	Inflação (IPC %)	Déficit Público (%PIB)	Déficit externo em c.c (%PIB)	Taxa de câmbio efetiva real (dez/1998=100)	Taxas de juros reais	
								Capital de giro (%)	TJLP (%)
1990-1992	-1,3	-7,3	99,3	994,5	0,2	0,1	97,7	-	-
1993-1994	4,4	10,3	103,5	1879,6	0,9	-0,2	109,7	-	-
1995-1997	3,4	5,9	124,7	14,5	4,2	-3,1	92,4	-	3,8
1998	0,1	-0,3	128,7	1,7	7,4	-4,2	94,8	63	9,8
1999	0,8	-7,2	121,6	8,9	3,4	-4,8	142,0	49	3,9
2000	4,4	4,5	120,9	6	1,2	-4,1	133,4	30,4	4,5
2001	1,5	1,7	116,1	7,7	1,4	-4,6	158,1	26	1,7

Fonte: IBCE, apud Bielschowski (2002).

A reinserção financeira da periferia está inserida no processo de globalização que tomou força nos países centrais na década de 80 e na América Latina nos anos 90. A globalização foi o resultado da progressiva liberalização financeira nos países latino americanos e da crescente mobilidade de capitais no plano internacional. Observamos que a mobilidade de mão-de-obra e a globalização produtiva tiveram menor importância no processo de globalização; portanto, a onda de inovações que transformou os processos produtivos e a organização dos mercados e promoveu um crescimento sem paralelo do investimento direto estrangeiro tem seus limites pautados pela dominância da acumulação financeira.

A livre mobilidade de capitais é um elemento central do Sistema Monetário Internacional (SMI). Outros dois elementos relevantes são: o regime cambial (com taxas de câmbio rígidas ou flexíveis) e o grau de autonomia da política econômica. A combinação desses três elementos é tratada na literatura como trindade impossível, ou seja, só é possível combinar dois elementos de cada vez. O regime de livre mobilidade de capitais, combinado com uma taxa fixa de câmbio, como no período do Plano Real (1994-1999), supõe que a política doméstica se volte exclusivamente para a defesa das paridades. Exceto nos períodos de estabilização das moedas a principal característica do SMI no período da globalização é: a livre mobilidade de capitais, o regime de taxas de câmbio flutuantes e a autonomia das políticas econômicas.

Todavia, a autonomia é limitada aos países centrais. A definição da trindade impossível não considera que no SMI haja uma hierarquia entre as moedas: o sistema hierarquizado tem a moeda reserva de valor (dólar) no núcleo e a partir deste formam-se as demais taxas de câmbio e de juros. O sistema possui três categorias de moedas: no centro está a moeda reserva de valor (dólar), em segundo plano as moedas conversíveis (países centrais) e, finalmente, em terceiro plano as moedas não conversíveis (países periféricos). Ao redor da moeda central, define-se a taxa de juros básica do sistema. A taxa de juros dos países fora do núcleo é a taxa de juros que paga os juros da moeda central, acrescida de um risco-país¹¹.

Outra característica dos países periféricos que adotaram a mobilidade de capital são os problemas no balanço de pagamentos, o aumento da vulnerabilidade externa e conseqüentemente a transmissão de crises: México (95), Ásia (97), Rússia (98), Brasil (99), Argentina (2001).

Notam-se também sucessivos problemas no balanço de pagamentos, com a deterioração da conta de serviços, associada ao aumento do passivo externo, na conta de capital e o déficit comercial, este por sua vez, decorrente da valorização cambial e da reestruturação.

A avaliação dos fluxos de capitais na economia brasileira muito se assemelha com as demais economias periféricas. Observamos um primeiro momento de crescimento intenso entre 1991 e 1994 atenuado com a crise mexicana; posteriormente, um novo período de crescimento entre 1995 e 1997 antes do agravamento da crise asiática; observamos um declínio nos anos de 1998 e 1999 e uma pequena recuperação nos anos de 2000.

A segunda avaliação que fazemos é a respeito da composição dos fluxos de capitais divididos em quatro momentos: primeiramente notamos a liderança dos empréstimos de curto prazo em 1992, nos anos de 1993/1994 destacam-se os investimentos de *port-fólio*, sucedidos pelo financiamento de longo prazo em 1995/1996, e finalmente, pelo IDE desde então.

Em nossa terceira avaliação notamos a priori a melhoria na qualidade dos fluxos de capitais para o Brasil. No entanto, ao longo dos anos 90 -

¹¹ O risco país é determinado principalmente pela avaliação e classificação de agências especializadas e transmite-se aos títulos do país que são negociados nos principais mercados, sobretudo o americano.

sobretudo após a crise asiática - aumentou a volatilidade e a reversibilidade dos fluxos de capitais, como observamos na tabela 8 por meio da relação Fluxo Líquido de Capitais/Fluxo Bruto de Capitais.

Tabela 8

Movimento de Capitais (US\$ mi), 1992-2000.

Movimento Bruto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Port-Fólio	3.863	15.352	25.142	24.838	26.078	39.552	31.380	18.293	19.635
IDE	1.325	954	2.356	4.778	9.644	17.879	28.480	31.362	33.597
Empréstimo de LP	7.004	9.726	9.785	13.292	21.014	23.564	63.502	43.447	41.896
Empréstimo de CP	18.346	24.358	28.161	29.656	35.773	32.196	23.047	23.291	24.842
Total	30.538	50.390	65.444	72.564	92.509	113.191	146.409	116.393	119.970
Movimento Líquido									
Port-Fólio	1.704	6.650	7.280	2.294	6.040	5.300 -	1.851	1.350	2.537
IDE	1.156	374	1.738	3.615	9.124	16.219	28.840	29.987	30.613
Empréstimo de LP	5.280	5.288	3.534	8.382	13.743	4.499	33.375 -	4.856	7.803
Empréstimo de CP	6.623	6.012	3.803	1.495	6.117 -	3.577	7.931	245	1.551
Total	14.763	18.324	16.335	15.786	34.754	1.783	68.295	26.726	42.505

Fonte: Banco Central do Brasil.

4.1.1 – Investimento Direto Estrangeiro.

Como vimos acima o IDE volta a ter valores significativos e expressivos nos últimos anos da década de 90. Importante pilar do desenvolvimentismo até a década de 80 o fluxo de IDE foi interrompido na década de 80 e ressurgiu intensamente após 1994. A recuperação é, portanto, tanto um reflexo do contexto externo favorável como das modificações internas significativas como a intensificação das privatizações e as mudanças do marco regulatório do IDE. Podemos citar a abertura de novos setores do IDE, tais como a ausência de restrições à participação de estrangeiros nas privatizações, a queda de reserva no mercado de informática e a permissão para o registro de patentes no setor farmacêutico.

Inicialmente o IDE foi um importante instrumento de financiamento do déficit em transações corrente e comercial, pois teria se tornado o fluxo de natureza mais estável e relacionado com as expectativas de longo prazo.

No entanto, estudos feitos¹² mostram a inconsistência estrutural ou de longo prazo do IDE que se dirige aos países de moedas não conversíveis, pois os prêmios de riscos incorporados aos retornos do investimento são maiores do que nos demais fluxos de capital, pois são investimentos com menor liquidez. Um segundo aspecto é o fato de o conceito de IDE admitir como tal os lucros reinvestidos, desse modo aumenta o estoque de IDE no país sem que tenha havido simultaneamente um fluxo adicional de moeda estrangeira. Finalmente, o crescimento do estoque de investimento estrangeiro e a taxa de retorno sobre o capital criam direitos sobre divisas que podem ser exercidos em qualquer momento, essas remessas para as matrizes são feitas, em geral, em momentos de dificuldades do balanço de pagamentos.

O impacto positivo no balanço de pagamentos nos primeiros anos de abertura teve seu lado perverso aflorado em momentos de crise, onde as remessas cambiais importantes foram enviadas as suas matrizes. No que tange a balança comercial, agravou a restrição externa, pois contou com um coeficiente de importação muito elevado. Os investimentos dedicados a importação de bens de capital e internalização da produção visaram ao atendimento ao mercado local (*market seeking*) e incorporou uma constante busca de eficiência (*efficiency seeking*) mantendo o quadro de desequilíbrio comercial futuro.

Tabela 9

Coeficiente de Comércio das Empresas Estrangeiras (EE) e das Empresas Nacionais (EN) nas 500 maiores empresas da Economia Brasileira (%)

	1989		1992		1997		2000	
	EE	EN	EE	EN	EE	EN	EE	EN
C. Exportação	8,8	6,6	11,9	10,7	9,2	8,0	8,5	11,2
C. Importação	4,0	2,5	5,8	3,7	9,0	5,2	8,0	5,0
C. Abertura	12,7	9,1	17,7	14,4	18,2	13,2	16,5	16,2

Fonte: Laplane & Sarti (2002).

¹² Ver Kregel (1996).

O segundo aspecto foi à possibilidade de reestruturação industrial, fornecendo recursos tecnológicos para modernização organizacional e produtiva e acesso aos canais no comércio internacional.

O IDE está associado ao processo de racionalização e modernização das estruturas produtivas, com enfoque na diminuição dos custos e aumento da competitividade e não necessariamente aumento da capacidade instalada. A partir dos anos 80, ele assumiu basicamente uma forma patrimonialista com participação maior de fusões e aquisições e alianças estratégicas em detrimento do investimento *greenfield*. Este processo aportou no Brasil de forma consistente em meados dos anos 90 com intuito de: aumento mais rápido de *Market Share*; alcançar economias de escala e sinergia no núcleo de atividade; ganhar acesso a novas tecnologias e dividir os riscos associados com o processo de inovação; ganhar acesso a mercados e cadeias de distribuição; entre outros motivos.

O volume de investimentos foi concentrado em poucos setores, especialmente os bens de consumo duráveis e não duráveis voltados, sobretudo para o mercado interno, investimento *market seeking*. Destacamos também, a importância de investimentos no setor de serviços, sobretudo, aqueles que a atividade não produz divisas. É o caso de energia, gás, água, correios, telecomunicações e também intermediações financeira. Somado com o caráter patrimonial do IDE a concentração de investimento em setores *non-tradeables* aumentaram o problema no balanço de pagamentos especialmente nos momentos de retração de novos investimentos.

Tabela 10

Estoque e fluxo de Investimento Direto Estrangeiro por setor de atividade no Brasil. (Em %)					
Setores	Estoque até 1995	Fluxo acumulado 1996/2000	Setores	Estoque até 1995	Fluxo acumulado 1996/2000
Indústria	55,0	18,0	Agricultura e L. Extrativista	1,6	1,7
Alimentos e bebidas	5,5	2,7	Serviços	43,4	80,3
Fumo	1,7	0,4	Eleticidade, gás e água	0,0	13,0
Texteis	1,2	0,3	Construção	0,5	0,5
Vestuário e acessórios	0,2	0,0	Comércio atacadista	5,0	4,3
Art. De Couro e calçados	1,0	0,0	Comércio varejista	1,6	3,2
Madeira	0,1	0,1	Correio e telecom	0,5	21,9
Papel e celulose	3,3	0,0	Intermed. Financeira	3,0	14,3
Edição e impressão	0,3	0,1	Seguros e Prev. Priv.	0,4	1,1
Petroquímica e álcool	0,0	0,0	Atividades imobiliárias	2,5	0,2
Produtos químicos	11,2	3,2	Serv. Prest. Empresas	26,9	17,1
Borracha e plástico	3,1	0,6	Ativ. De informática	0,3	1,6
Min. Não metálicos	1,9	0,8	Outros	2,7	2,4
Metallurgia básica	6,0	0,5			
Produtos de Metal	1,4	0,2			
Máquinas e Equip.	4,9	1,2			
Equip. de Informática	1,0	0,7			
Equip. Elétricos	2,6	0,7			
Equip. de Comunicação	1,4	1,4			
Instrumentos de precisão	0,4	0,1			
Automobilística	6,7	4,2			
Outros Equip. Transporte	0,5	0,3			
Móveis	0,7	0,1	Total	100,0	100,0
Reciclagem	0,0	0,0		42.530	103.688

Fonte: Laplane & Sarti (2002).

Nos últimos anos da década, notamos investimentos nas indústrias de transformação, assim como na agropecuária e mineração, onde o Brasil possui vantagens absolutas contribuindo para a expansão das nossas exportações. Salientamos também o investimento intra-firma e conversões de obrigações externas em IDE.

As empresas transnacionais (ET) provocaram rápida redução das desvantagens competitivas, disseminando inovação de produtos e processos

para as empresas fornecedoras. Provocando capacitação de fornecedores e de treinamento de recursos humanos para atender às novas necessidades de maior eficiência. Tem-se difundido novas práticas organizacional e de gestão. Entretanto, no setor produtivo limitou-se a importação de equipamentos, especialização das filiais locais que suprem sua necessidade de tecnologia com soluções geradas nos centros especializados mantidos no exterior.

Concluindo, notamos que o recente aumento do fluxo de IDE é muito concentrado setorialmente, os investimentos são mais abundantes em setores que são objeto de legislação específica para promover a produção local e setores exportadores onde temos vantagens absolutas. Os ganhos de produtividade são frutos das novas técnicas de gestão e organização, além da especialização dos produtos menos complexos e pela redução de ineficiências. Mas também pela redução do conteúdo local dos produtos. Os projetos de investimento reproduzem essa característica e apresentam intensidade de capital e emprego reduzido. O problema não são os investimentos estrangeiros em si, mas a ausência de uma estratégia de desenvolvimento industrial e de comércio exterior que combine a potencialidade das empresas estrangeiras e das nacionais.

4.1.2 – Investimento de *Port-Fólio*.

Outra forma de captação de recursos que abordaremos com mais detalhes é o investimento de *port-fólio* que atingiu seu ápice no ano de 1997 declinando nos anos posteriores para patamares do início da abertura.

O aumento substantivo do volume do investimento de *port-fólio* se deu principalmente pela mudança no marco regulatório. Entre outras mudanças destacamos o Anexo IV e a conta de não residentes. O governo utilizou apenas a cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) como controle da entrada e saída do investimento de *port-fólio* evidenciando o caráter de curto prazo deste investimento. Outro aspecto importante de ser mencionado é a concentração de investidores institucionais, especialmente fundos de investidores americanos, e de investidores nacionais operando como não residentes em bancos sediados em paraísos fiscais. Tornando assim esses

investimentos ainda mais voláteis em razão da formação comum de expectativas, fenômeno conhecido como comportamento de manada.

O reflexo desta entrada maciça de capitais estrangeiros foi um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados na bolsa. Comparações internacionais ilustram bem o grau de crescimento do mercado acionário brasileiro na década de 90. O crescimento de capitalização bursátil aumentou 261% do triênio 1988-90 para o triênio 1994-96, enquanto, o crescimento mundial foi de 139% no mesmo período.

No entanto, fortes indícios de declínio aparecem no final da década, tanto queda do volume transacionado quanto às emissões primárias de ações. O crescimento mencionado foi um tanto ilusório, o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década, implicando na baixa participação das emissões primárias no financiamento do investimento, como mostra a tabela 11.

Tabela 11

Emissões Primárias no Brasil: 1980- 1998 (% FBKF)				
Anos	nº de empresas	Debêntures	Ações	Ações + Debêntures
1980	426	1,21	0,54	1,75
1981	488	0,48	2,86	3,34
1982	493	0,78	2,90	3,68
1983	506	0,68	1,89	2,57
1984	522	1,50	0,85	2,35
1985	541	1,55	0,30	1,85
1986	592	2,34	0,27	2,61
1987	590	0,59	0,04	0,63
1988	589	0,71	4,34	5,05
1989	592	0,68	1,34	2,02
1990	579	0,81	0,95	1,76
1991	570	0,82	1,37	2,19
1992	565	1,31	0,47	1,78
1993	551	1,00	4,55	5,55
1994	549	1,99	2,91	4,90
1995	547	1,46	5,24	6,70
1996	554	0,78	5,60	6,38
1997	545	2,18	4,31	6,49
1998	535	2,35	5,85	8,20

Fonte: CVM apud (CARVALHO, 2000)

Notamos que as decisões de investimento refletem muito mais a situação nos mercados de origem do que os fundamentos dos países receptores. De forma análoga ao IDE o investimento de *port-fólio* direcionado para o mercado acionário estiveram prioritariamente envolvidos num jogo patrimonial, tendo pouco impacto no financiamento interno das empresas.

4.1.3 – Crédito de Longo Prazo.

Finalmente o último meio de financiamento externo que destacamos é o crédito de longo prazo. Esta importante fonte de recursos teve até 1997 seu auge de captação analisada a partir da ótica da qualidade, menor *spread* e maior prazo. Após deflagrada a crise da Ásia em meados de 1997 a deterioração da qualidade dos empréstimos é latente. No entanto, não reflete nos valores captados: certamente o enorme diferencial de juros contribuiu para manter as emissões em um patamar elevado. A adoção do câmbio flutuante foi fator inibidor da captação de empréstimos no exterior, devido naturalmente do risco de descasamento de moeda.

Não foi constatada uma maior estabilidade - mesmo com a extensão dos prazos vista até meados de 1997 – devido a presença da cláusula de *put option* presente na maioria dos títulos no qual permite que o comprador exija o seu resgate antes do seu vencimento.

Porém, a possibilidade de financiamento com menores juros possibilitou a grande empresa um novo ciclo de endividamento, ou seja, tanto pelos níveis de endividamento quanto a substituição de dívida interna por dívida externa.

Tabela 12

Formação Bruta de Capital Fixo, total e setores selecionados. (a preços constantes de 1980)							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Títulos no Exterior	2.747	3.223	3.552	7.606	12.632	24.202	11.051
Ações (Merc. Primário)	841	2.591	2.111	9.155	3.505	4.112	2.749
Debêntures (Merc. Primário)	3.844	3.304	6.883	8.395	7.518	9.657	6.676
Total Doméstico	4.685	5.895	8.994	17.550	11.023	13.769	9.425

Fonte: Carneiro (2002).

Por fim, consideramos o crédito de longo prazo uma fonte proveitosa para as grandes empresas para financiar seu investimento e seu capital de giro. Entretanto, consideramos que a desvalorização cambial, como ocorrida em 1999, e a possibilidade do exercício do *put option* pelo emprestador aumentam de forma considerável os riscos das empresas.

4.2 – Abertura comercial e Privatizações.

Além da liberalização financeira e o respectivo aumento do fluxo de capital, outro aspecto que distingue com a década anterior foi a abertura comercial e a desnacionalização da propriedade produtiva das quais as privatizações representaram parcela significativa. Segundo os defensores da abertura comercial e das privatizações fora o protecionismo tarifário, a falta de concorrência e o excesso de regulação promovido pelo modelo desenvolvimentista o responsável pela constante perda de dinamismo das economias latino-americanas, especialmente no que diz respeito a incapacidade de manter o ritmo de incorporação do progresso técnico e do aumento de produtividade.

Por conseguinte, as barreiras não tarifárias foram inteiramente eliminadas, foi abolido o Anexo C, uma lista de cerca de 1.300 produtos com importação proibida em razão da similaridade de produtos nacionais. No que tange às tarifas implantou-se um rápido processo de redução no período entre 1990-1994. Além disso, a adoção do regime de câmbio fixo e sua conseqüente valorização somou-se a abertura como importante determinante das transformações na estrutura produtiva.

A transformação promovida pela abertura e a apreciação cambial foi uma especialização da estrutura produtiva com uma elevação do coeficiente importado de 5,7% em 1990 para 20,3% em 1998, sem uma contrapartida compensatória do coeficiente exportado que se elevou de 8% em 1990 para 14,8% em 1998. (Carneiro, 2002)

A análise setorial das transformações ocorridas destacou inicialmente o setor de bens duráveis que teve um aumento significativo do coeficiente exportado bem como do coeficiente importado. O setor de bens de capital

também teve seu coeficiente exportado ampliado. O aumento do coeficiente exportado em ambos os setores ocorre principalmente após 1994 em meio a valorização cambial, por isso, destacamos a importância da produção para os mercados regionais, especialmente a estratégia de *sourcing* das firmas transnacionais no âmbito do MERCOSUL.

De modo geral, constata-se que houve uma especialização ou perda de densidade das cadeias produtivas nos setores que usam mais intensamente tecnologia e capital com impacto menor no setor dependente de mão-de-obra e desprezível naquele com uso intensivo de recursos naturais. As exceções feitas foram nos setores intensivos em tecnologia destinados para os mercados regionais.

Os setores de bens de consumo não duráveis e de bens intermediários mantiveram-se mais diversificados e ampliaram moderadamente a inserção externa. De maneira geral, há indicações de especialização regressiva com a ampliação de setores intensivos em recursos naturais e trabalho e a redução da importância de setores intensivos em tecnologia e capital (com exceções como os segmentos produtores de veículos e a montagem de aviões, por exemplo).

A análise dos destinos e origens de nosso comércio internacional notamos que com os países ricos há uma relação centro-periferia clássico, haja vista que nossas importações concentram-se em bens de maior conteúdo tecnológico, enquanto as exportações constituem, sobretudo, *commodities* agrícolas ou industriais. Porém, com os países pobres diversificamos as importações e concentramos nossas exportações em bens mais sofisticados, sobretudo, bens de capital.

No setor de bens de capital constatamos dois deslocamentos do coeficiente de importação; inicialmente há uma elevação da importação de bens de capital em relação das importações de manufaturados variando de 26,9% em 1989, para 37,3% em 1998, após a crise de 1999 e a desvalorização cambial nota-se uma retração para 32,2% em 2006. Evidenciando uma correlação com o câmbio.

A ampliação da participação do componente importado nos gastos totais de máquinas e equipamentos induziu o menor encadeamento do investimento durante a década. Por outro lado, esses investimentos proporcionaram a

remoção de gargalos e aumento da produtividade em alguns setores. A modernização ocorrida foi feita no sentido de atualizar o parque tecnológico e na mudança do *layout* sem significativas mudanças na capacidade produtiva, o que explica, em parte, por que a taxa de investimento não se ampliou substancialmente.

Outro aspecto da mudança produtiva que viveu o Brasil na década de 90 foi o intenso processo de privatização e desnacionalização. Este processo é decorrente do aumento das fusões e aquisições e da expansão do IDE. Do ponto de vista produtivo as fusões e aquisições respondem às necessidades de as empresas centrarem-se num número menor de atividades – *core business* – nas quais são mais competitivas e têm maior capacidade de inovação (Carneiro, 2002). No processo de fusões e privatizações está explícito a desnacionalização expressiva da economia brasileira e que não se ateve aos limites dos setores privatizados, estendendo-se por uma ampla gama de segmentos produtivos; se compararmos as 100 maiores empresas no Brasil observamos que houve um grande aumento da participação de empresas estrangeiras em detrimento da participação estatal.

Tabela 13

Distribuição das 100 maiores empresas por tipo de propriedade. (1990,1995 e 1998)

Tipo de Propriedade	1990		1995		1998	
	Número	% da Receita	Número	% da Receita	Número	% da Receita
Estrangeira	27	26,0	31	38,0	34	40,0
Compartilhada	5	4,0	15	10,0	23	19,0
Estatual	38	44,0	23	30,0	12	21,0
Familiar	27	23,0	26	17,0	26	17,0
Dispersa	1	0,0	3	2,0	4	3,0
Cooperativa	2	2,0	2	2,0	1	0,0

Fonte: BNDES, apud Carneiro (2002).

4.3 – Financiamento com poupança doméstica.

Como vimos anteriormente o financiamento através da poupança externa não se mostrou fonte de recursos estáveis durante a década de 90,

sobretudo para o financiamento de investimentos de alto risco, baixa rentabilidade ou retorno de longo prazo, como por exemplo, os investimentos em infra-estrutura, ciência e tecnologia e pequenas e médias empresas.

A privatização dos bancos públicos estaduais e a desnacionalização dos bancos brasileiros, principalmente após 1994, não permitiu a queda nos *spreads* e a conseqüente queda nos juros cobrados mantendo a atrofia do financiamento doméstico.

Portanto estudaremos com mais detalhes a contribuição do financiamento de longo prazo do BNDES para o investimento na década de 90. Como vimos o financiamento de longo prazo no Brasil dependeu dos fundos de poupança compulsória, administrado pelo BNDES e pelo BNH, este substituído posteriormente pela Caixa Econômica Federal (CEF). Nos anos 90 o banco foi reorientado na sua atividade aumentando substancialmente suas linhas de financiamento e aumentando sua participação no financiamento do investimento no Brasil. Ademais, concentrou se em três linhas: o financiamento do setor de infra-estrutura privatizado, financiamento do processo de reestruturação industrial após a abertura comercial e o incentivo as exportações.

Tabela 14

Participação do desembolso do BNDES em investimento fixo para a formação Bruta de Capital Fixo 1990-1999 (em R\$ mil correntes)			
Anos	Desembolso do BNDES	FBCF	Participação (%)
1990	78	2.386	3,25
1991	458	10.917	4,20
1992	5.224	118.086	4,42
1993	109.880	2.718.263	4,04
1994	3.320.921	72.453.282	4,58
1995	5.602.207	132.753.432	4,22
1996	6.445.421	150.050.300	4,30
1997	8.950.483	172.212.039	5,20
1998	11.215.090	179.202.390	6,26
1999	10.848.048	182.836.172	5,93

Fonte: BNDES

Notemos agora que das linhas de financiamento priorizadas pelo BNDES apenas a reestruturação industrial com a aquisição e substituição de equipamentos, modernização tecnológica e ampliação e criação da capacidade produtiva aumenta efetivamente a formação bruta de capital fixo na economia. O financiamento para o setor de infra-estrutura privatizado está inserido no Plano Nacional de Desestatização e se concentrou na compra de ações das empresas estatais. Por fim, o financiamento para os exportadores foi destinado para evitar diminuir a perda de competitividade com a apreciação cambial pós Real. As linhas de crédito do BNDES para o setor público teve grande variação em grande parte devido as restrições de constrangimento impostas pelo Banco Central ao BNDES em 1995 e sua flexibilização no final de 1997, e em parte pela própria redução da demanda de recursos pelo próprio setor público, como explicita na tabela 15.

Tabela 15

Participação percentual dos desembolsos para o governo nos desembolsos totais do BNDES para investimento fixo 1990-1999 (em R\$ mil correntes)

Anos	Total de desembolsos para o	Total de desembolsos	Participação (%) dos desembolsos
1990	10	78	12,77
1991	54	458	11,76
1992	887	5.224	16,97
1993	9.905	109.880	9,01
1994	190.307	3.320.921	5,73
1995	218.979	5.602.207	3,91
1996	265.749	6.445.421	4,12
1997	934.922	8.950.483	10,45
1998	1.366.371	11.215.090	12,18

Fonte: BNDES.

As mudanças na orientação do banco foram principalmente após o Plano Real, afetando o acesso das empresas nacionais tradicionais e familiares as linhas de crédito. Os projetos eram em direção da ampliação da lógica privada para as empresas mais dinâmicas; o segundo aspecto foi a possibilidade do banco conceder crédito também para empresas multinacionais (esta medida fez com que a maior parte do financiamento concedido fosse

destinado aos oligopólios automobilísticos, e para as empresas que participaram da concessão de serviços públicos – transporte, energia e telecomunicação). A crítica feita aqui é que estas empresas em sua maior parte oligopolizadas têm mais fácil acesso as linhas de crédito internacionais mais baratas. A terceira mudança foi a transformação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A TJLP é a principal taxa de juros cobrada pelo banco para o empréstimo de longo prazo, ela passou por diversas mudanças ao longo da década decorrente das várias especificidades de sua construção e da ocorrência de constantes crises. Em 1999 o governo estabeleceu que a TJLP fosse determinada pela taxa de inflação e pelo risco país.

De modo geral constatamos que o grande aumento do financiamento dos investimentos do BNDES durante a década não foram destinados em sua maior parte para o financiamento do investimento, com exceção a programas específicos como o de adensamento das cadeias produtivas que sofreram com a abertura comercial – especialmente a indústria calçadista, têxtil e autopeças. As linhas de crédito foram destinadas para aumento patrimonial das empresas no processo de desestatização e o financiamento de grandes oligopólios que possuem canais de créditos mais baratos através de suas matrizes.

4.4 – Formação Bruta de Capita Fixo.

O comportamento setorial do investimento responde ao IDE e os resultados da abertura comercial. O investimento esteve concentrado em alguns setores, originando a desarticulação ou baixa capacidade de encadeamento dos setores. Os investimentos que expandiram substantivamente foram os destinados a demanda interna, principalmente após a estabilização dos preços em 1994. Os setores destinados ao mercado externo o investimento declinou comparativamente a períodos anteriores. Em parte devido ao aumento da concorrência das importações, e também devido a obstáculos de expansão do mercado externo por causa da apreciação cambial, novas escalas de produção e controle de tecnologia impedindo a internalização do setor.

Destacamos o setor de materiais de transporte (dividido em três grandes segmentos) como o que mais ampliou sua participação na taxa de investimento. O primeiro lugar, a montagem de avião, na qual a EMBRAER consolidou a participação no mercado mundial de jatos regionais. Em segundo lugar, montadoras de veículos leves, beneficiado da abertura comercial o setor atraiu outros produtores do oligopólio global, ampliando internamente o investimento. Por fim, segmento de veículos pesados, devido ao pequeno crescimento do mercado interno quanto das economias regionais constatou-se uma estagnação do investimento.

Outro setor que houve uma ampliação do investimento expressiva é o setor de plástico, constituído na sua maioria da indústria de embalagens. O setor de alimentos manteve inalterada a sua participação no investimento na indústria, situando-se na fronteira dos setores dinâmicos. O setor químico teve um declínio do investimento bastante significativo durante a década. O setor de papel e celulose foi vítima da valorização cambial que implicou na redução do saldo comercial e induziu níveis de investimentos muito baixos, o mesmo se estende a indústria de bens intermediários.

A perda de importância do investimento da indústria mecânica ocorreu devido a desestruturação do setor de bens de capital resultante da abertura comercial. A abertura comercial tornou os segmentos de telecomunicações e informática em simples montadoras. No segmento sob encomenda a produção de equipamentos pesados aumentou pouco por causa do baixo investimento em infra-estrutura. No segmento de bens seriados, que envolve tecnologia sofisticada e escalas de produção elevadas, tradicionalmente a produção doméstica tem pouca expressão.

Os investimentos destinados ao mercado interno evidencia à perda de capacidade de retroalimentação e irradiação dos gastos correntes e de investimento por insuficiência dos efeitos de encadeamento.

Tabela 16

Formação Bruta de Capital Fixo, total e setores selecionados. (a preços constantes de 1980 em % do PIB)							
	1971-1980	1981-1989	1990-1994	1995-1996	1997-1998	1999	2000
Indústria de transformação	6,85	4,20	2,61	2,65	3,07	2,95	3,24
Indústria extrativa mineral	0,25	0,24	0,12	0,15	0,14	0,12	n.d.
Petróleo	0,95	0,88	0,39	0,35	0,36	0,45	0,51
Infra-estrutura	5,42	3,62	2,16	1,79	2,77	2,70	2,58
Governos (exceto infra-estrutura de transporte)	3,00	1,43	1,86	1,65	1,68	1,10	1,21
Construção residencial	4,95	4,71	4,03	3,99	4,24	3,97	3,60
Outros	2,10	2,92	3,73	6,42	4,14	4,81	5,23
Total	23,50	18,00	14,90	17,00	16,40	16,10	16,50

Fonte: Bielschowski (2002).

O investimento em infra-estrutura que já era baixo no início da década abaixou ainda mais ao longo da década de 90. A análise dos três principais setores mostra uma queda do investimento no setor de energia (os investimentos de cerca de 8,8 bilhões de dólares retrocedeu para 5,4), sustentou os investimentos no setor de transporte (de 0,6 bilhões para 0,8) e apresenta crescimento apenas no setor de telecomunicações (de 1,6 bilhões para 3,7). Esses setores são marcados pela elevada imobilização de capital fixo e longo prazo de implantação e de maturação dos investimentos.

No setor de Telecomunicações o investimento nacional recuperou-se a partir de 1995, tendo atingido no biênio 1996/1997 patamares semelhantes aos dos anos 70. Ainda em posse da estatal Telebrás o governo decidiu aumentar os investimentos na sua expansão para evitar uma depreciação no preço de venda dos ativos no processo de privatização, haja vista que havia a necessidade de equipar o setor com a revolução tecnológica que ele sofreu a partir dos anos 80. O setor nos seus vários segmentos permitiu incentivos suficientes ao investimento após sua privatização, com uma estrutura oligopolizada com uma concorrência acirrada e com a existência de demanda reprimida possibilitou os investimentos após a privatização. Contudo, houve uma parcela substantiva da demanda por equipamentos do exterior fruto do fato de as empresas estrangeiras serem predominantes no setor de telefonia, e terem relações privilegiadas com fornecedores de bens de capital nos países onde têm forte presença

Os investimentos no setor elétrico declinaram em termos médios pela metade comparados com a década de 80 e a um terço se compararmos com a década de 70. A insuficiência de investimento teve seu lado dramático evidenciado em 2001 com a necessidade de racionamento no consumo de energia elétrica. O diagnóstico para os patamares medíocres de investimento é fruto da destinação dos recursos para o saneamento das empresas estatais. O grande tempo de maturação dos investimentos do setor hidrelétrico e os maiores custos do setor termoeletrico orientaram o capital privado na compra de participação acionária de empresas já existentes ao invés do investimento em nova capacidade. Assim, os investimentos continuaram sendo realizados quase exclusivamente pelas empresas estatais.

Finalmente o setor de transporte, recuperou as taxas de investimento da década de 80, mas ainda está em um patamar bem abaixo da média dos anos 70. Duas razões explicam os baixos investimentos: em primeiro lugar destacamos a perda de recursos a partir da constituição de 1988 que impediu a cobrança de impostos vinculados, importante fonte de recursos até os anos 70. Em segundo lugar a atrofia dos investimentos está ligada a distribuição regional do tráfego: os segmentos de transporte (rodoviário, ferroviário, portuário) está densamente localizada, sendo que apenas uma parte é atrativa para a privatização. Assim, os investimentos substanciais deveriam ser feitos pelo Estado, o que se tornou pouco viável devido ao engessamento fiscal, com o comprometimento de superávit.

Essas são atividades nas quais a presença do Estado foi decisiva para ampliar a oferta de serviços, pois estes investimentos exigem grande volume de capital em prazos de construção dilatados, bem como são sujeitos a erros de estimação relativamente altos. Mas, uma vez implantada a nova capacidade produtiva, pode-se contar com um fluxo bastante estável. Assim, o seu desempenho recente só pode ser entendido no contexto da modificação do papel do Estado. A substituição da atuação do Estado pela iniciativa privada tem determinado uma grande variedade de situações dependendo da natureza da atividade, segmentos mais lucrativos que permitem maior absorção de lucros e o reinversões são mais prósperos aos investimentos. A privatização do setor de infra-estrutura evidencia a incapacidade de indução do investimento

privado, motivado pela falta de coordenação de investimento estatal, paradigma do crescimento desenvolvimentista.

Conclusão

O Principal objetivo deste trabalho foi caracterizar o comportamento do investimento em tempos onde sua taxa de formação bruta de capital fixo em relação ao PIB apresentou níveis muito abaixo para manter um crescimento sustentável da economia. Esse resultado aquém do esperado foi obtido, justamente, logo após um longo período de crescimento e altas taxas de investimento (1930-1980). Constatamos que enquanto a taxa de investimento manteve-se elevada o país apresentou grande dinamismo econômico e alto crescimento, quando a taxa de investimento declinou para patamares bem abaixo daqueles constatados nos cinquenta anos anteriores a economia passou ao estado de semi-estagnação.

Apontamos que o principal motivo para tal queda foi a falta de articulação do Estado, bem como, a diminuição de sua ação de indutor de investimentos estratégicos. Os ganhos de produtividade conquistados com a abertura comercial, liberalização financeira, privatização e eliminação das restrições e das reservas de mercado apregoadas pela ortodoxia convencional não trouxeram os resultados esperados. A especialização da produção defendida pela ortodoxia esconde um processo de produtos finais a partir de produtos importados de maior tecnologia, essa especialização além de sucatear empresas locais fornecedoras das unidades montadoras impediu o investimento em tecnologia e educação, essenciais ao desenvolvimento e presente nos países desenvolvidos.

A desarticulação do Estado com o processo dinâmico de investimento pode ser constatada também como os equívocos de política econômica. O ajustamento e os insucessos de estabilização da economia nos anos 80 e a rígida política monetária e fiscal após o Plano Real não propiciaram cenários favoráveis para o investimento privado, por outro lado induziram uma posição patrimonialista e rentista da grande empresa privada nacional e das empresas transnacionais.

As empresas estatais sofreram duramente com o processo de ajustamento nos anos 80, altamente endividadas após o II PND elas se tornaram "engessadas", pois suas tarifas ficaram durante a década de 80 com

correções abaixo dos índices de inflação. A privatização foi a solução encontrada nos anos 90 para a retomada do investimento e aumento da eficiência das empresas estatais.

O financiamento do investimento manteve o padrão histórico acional baseado no alto investimento, portanto, as empresas necessitavam manter altas taxas de lucros para o investimento. De fato foi constatada a alta rentabilidade por parte das empresas privadas no Brasil, porém grande parte dos lucros foi destinada para o financiamento do endividado Setor Público nacional que com o patamar de juros elevado, mesmo comparado com outros países em desenvolvimento, tornava bastante lucrativo as empresas e com baixo risco comparado com as incertezas de um investimento.

O BNDES continuou exercendo a função de principal financiador de empréstimos de longo prazo no Brasil através do crédito subsidiado¹³. A mudança na regulamentação do banco nos anos 90 possibilitou que o banco concedesse crédito subsidiado a empresas estrangeiras, tornando deste modo, importante veículo no processo de privatização.

O papel dos agentes deve ser revisto almejando a indução de novos investimentos. O papel que o Estado deve exercer na formação dos investimentos certamente não será mais a mesma dos anos pré 1980, no entanto, o papel de coordenador e de indução de novos investimentos não deve ser abandonado pelo Estado. Os agentes privados que tomaram as posturas mais conservadoras, e por sua vez natural e racional em meio ao

¹³ Embora a classificação de taxa de juros subsidiada não seja, talvez, a mais apropriada, principalmente, porque ela não tem relação com as taxas subsidiadas dos anos da política desenvolvimentista. Esta denominação foi utilizada com o objetivo de ser fiel ao argumento apontado por Bresser Pereira (2007): "Ao estabelecer o parâmetro para os empréstimos de longo prazo, essa taxa de curto prazo, Selic, é incompatível com os investimentos necessários à retomada do desenvolvimento. O investimento privado só não é totalmente inviabilizado pela Selic porque o governo subsidia os investimentos das grandes empresas e dos agricultores: no primeiro caso, por meio da Taxa de juros de longo prazo (TJLP) do BNDES; no segundo, por meio do crédito agropecuário subsidiado. A TJLP tem ficado abaixo da própria Selic, e não garantindo o *spread* para o BNDES. Entretanto, como este conta com uma quantidade apreciável de recursos quase sem custos, pode bancar esse subsídio enorme. Como estes são necessários para que investimentos se realizem, os empresários e economistas brasileiros evitam falar em subsídio, porque sabe que o fato de uma política baseada na ortodoxia convencional, como tem sido a nossa desde 1995, estar apoiada em fortes subsídios é pateticamente contraditório. Na verdade este subsídio são a demonstração da irracionalidade da taxa de juros básica praticada pelo Banco Central: se esta fosse razoável, eles não seriam necessários." (sic)

ambiente de incertezas e de altos lucros financeiros; cabe a esses agentes inverterem sua postura incentivados por mudanças de políticas macroeconômicas, assim, esses agentes poderão exercer o encargo que os foram determinados de promover inovações, novos investimentos e promover o crescimento e o desenvolvimento econômico.

Em síntese, concluiu-se que a estratégia de política econômica nos anos 80 e 90 foram equivocadas para a promoção do crescimento econômico no país. No início da década de 80, promoveu-se o ajustamento da economia brasileira, o processo de privatização da dívida impôs ao Estado brasileiro uma rígida política fiscal e orientou e o ajuste exportador foi adotado para atender a escassez de divisas, além disso, as medidas de estabilização fracassaram e não proporcionaram melhoria dos determinantes de investimento das empresas. Já nos anos 90, promoveu-se a abertura da economia, seguida, em 1994, pelo programa de estabilização de preços. A política econômica priorizou processos de reestruturação produtiva, modernização de processos, plantas e de privatização das empresas estatais. As ações de política industrial se resumiram àquelas votadas para a promoção da exportação, já que estas tornaram essenciais devido ao desequilíbrio na balança de pagamentos nos anos 80 e após a crise da Ásia em 1997. Entretanto, em todo o período não foram realizados investimentos suficientes para a promoção do crescimento econômico sustentado.

Referências Bibliográficas

- BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. G. de. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2002.
- BELLUZZO, L. G; TAVARES, M. C. **Ainda a controvérsia sobre a demanda efetiva: uma pequena intervenção**. Revista de Economia Política, v. 1, n.º 3, Julho-setembro de 1981.
- BIELSCHOWSKY, R. **Investimento na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-1997**. Brasília, CEPAL /CNI, 1999.
- _____. **Investimento e Reformas no Brasil. Indústria e Infra-Estrutura nos anos 1990**. Brasília, IPEA/CEPAL, 2002.
- BRESSER PEREIRA, L. C. **Macroeconomia da estagnação: Crítica da ortodoxia convencional**. São Paulo, Editora 34, 2007, 1ªed.
- _____. **Mudanças no padrão de investimento**. Revista de Economia Política, v.8, n.º 4, 1987.
- _____. **Crítica do crescimento com poupança externa**. São Paulo, EESP/FGV, 2005. (texto para discussão n.º 145).
- _____. **Interest rate and investment decision in normal and excepcional times**. São Paulo, EASP/FGV, 1991. (texto para discussão n.º 5).
- CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto de século XX**. São Paulo, Editora UNESP, 2002.
- CARVALHO, A. G. **Ascensão e declínio do Mercado de Capitais no Brasil – A experiência dos anos 90**. São Paulo, IPE/USP, 2000. (texto para discussão n.º 6).
- CASAGRANDE, E. E. **Investimento e financiamento em tempos anormais: a decisão de investir e financiar no Brasil 1990-1994**. São Paulo, EAESP/FGV, Tese de Doutorado, 2000.
- CASTRO, A. B. SOUZA, F.E. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- COSTA, F. N. **Circuito de financiamento na economia brasileira**. IN: Revista Economia e Sociedade, n.º 9, Dezembro de 1997.

GIAMBIAGI, F., AMADEO, D. J. **Taxa de poupança e política econômica: notas sobre as possibilidades de crescimento numa economia com restrições.** *Revista de Economia Política*, v. 10, n. ° 1, Janeiro-março de 1990.

IBGE. **Sistema financeiro uma análise a partir das contas nacionais, 1990-1995.** Brasília, 1996.

_____. **Sistema financeiro uma análise a partir das contas nacionais, 1995-1999.** Brasília, 2000.

KALECKI, M. **Crescimento e ciclos das economias capitalistas.** HUCITEC, São Paulo, 1980.

_____. **Teoria da dinâmica econômica.** São Paulo, Abril Cultural, 1983.

KEYNES, J.M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** São Paulo, Atlas, 1982.

KREGEL, J. **Riscos e implicações para a globalização financeira para as políticas nacionais** IN: *Revista Economia e Sociedade*, n.º 7, Dezembro de 1996.

LAPLANE, M. F; SARTI, F. **Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento nos anos 90.** IN: *Revista Economia e Sociedade*, n.º 8, Junho de 1997.

_____. **O investimento direto estrangeiro no Brasil nos anos 90: Determinantes e estratégias.** IN: *Investimentos externos no MERCOSUL.* Daniel Chudnovsky (org). Campinas, Ed. Papirus, 1999.

LESSA, C. F. **Visão crítica do II Plano Nacional de Desenvolvimento.** IN: *Revista Tibiriçá*, n.º 6, 1977.

_____. **A estratégia de desenvolvimento (1974-1976): sonho e fracasso.** Rio de Janeiro, UFRJ, tese de doutoramento, 1978.

MOREIRA, M. M; PUGA, F. **Como a indústria financia seu crescimento: uma análise da economia pós-Real.** Rio de Janeiro, BNDES, 2000. (texto para discussão n.º 84)

NASSIF, A. **Estructura e competitividad de industria brasileña de biens de capital.** IN: *Revista de la Cepal*, n.º 56, diciembre de 2008.

POSSAS, M. L. **A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica.** Brasiliense, São Paulo, 1987.

PLATTEK, M. **Contribuição dos desembolsos do BNDES para a formação Bruta de Capital Fixo: Uma análise da década de 90.** IN: Revista do BNDES, v. 8, n.º 15, Junho de 2001.

PRATES, D. M; CINTRA, M. A. M; FREITAS, M. C. P. **O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90.** IN: Revista Economia e Sociedade, n.º 15, Dezembro de 2000.

REVISTA FORMAÇÃO ECONÔMICA. Campinas, nº 8, dezembro 2001, pág. 105 .

SERRA, J. **Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira.** IN: Desenvolvimento Capitalista no Brasil. BELLUZZO, L G M e Coutinho, R (org). 4ª Ed, Campinas, UNICAMP-IE, 1998.

SOUZA, F. E. P. **O investimento antes e depois do plano real.** In: VELLOSO, J.P.R. (org) O Real crescimento e as reformas. Rio de Janeiro, José Olympio, 1996.

STUDART, R. **O sistema financeiro e o financiamento do crescimento uma alternativa Pós-keynesiana à visão convencional.** IN: Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea . LIMA, G. T; SICSÚ, J.e DE PAULA, L.F. (org). 2ª Ed, Rio de Janeiro, Campus, 1999.

TAVARES, M. C; ASSIS, J. C e TEIXEIRA, A. **A questão da poupança desfazendo confusões.** TAVARES, M. C; DAVID, M. O. (org) **a economia política da crise.** Rio de Janeiro, Vozes, 1982.

TAVARES, M C e BELLUZZO, L G M. **Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil.** IN: Desenvolvimento Capitalista no Brasil. BELLUZZO, L G M e Coutinho, R (org). 4ª Ed, Campinas, UNICAMP-IE, 1998.

TORRES FILHO, E. T; PUGA, F. **A caminho do crescimento Sustentado.** IN: Perspectiva no investimento 2007/2010. TORRES FILHO, E, T. (org). Rio de Janeiro , BNDES, 2007.