

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC  
Centro Sócio-Econômico - CSE  
Departamento de Ciências Econômicas e Relações Internacionais

ADRIANA SCHWARZ MAFFEZZOLI

A RELAÇÃO CRÉDITO E INVESTIMENTO NACIONAL PÓS-  
ESTABILIDADE ECONÔMICA

Florianópolis, 2011

ADRIANA SCHWARZ MAFFEZZOLI

A RELAÇÃO CRÉDITO E INVESTIMENTO NACIONAL PÓS-  
ESTABILIDADE ECONÔMICA

Monografia submetida ao curso de Ciências  
Econômicas da Universidade Federal de Santa  
Catarina, como requisito obrigatório para a  
obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Lauro Francisco Mattei

FLORIANÓPOLIS, 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**ADRIANA SCHWARZ MAFFEZZOLI**

Monografia apresentada como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Área de concentração: Economia.

Data da aprovação 14 /12 /2011

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 7,0 a estudante Adriana Schwarz Maffezzoli na disciplina CNM 5420 – Monografia, do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. Lauro Francisco Mattei, Dr.  
Orientador

---

Prof. José Antônio Martins, Dr.

---

Prof. Netanias Domundo Dias

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer essa experiência que foi estudar na UFSC em Economia. Pelo conhecimento, pelo aprendizado por estudar em um curso tão peculiar em seus detalhes e tão trabalhoso, e pelos amigos.

Meus pais, por compreenderem que esses últimos meses foram imprescindíveis e infelizmente inevitáveis.

Minha irmã Amanda e meu cunhado, Emanuel, que é como um irmão para mim, por serem presenças tão especiais nos momentos mais simples da vida. E pela força que é ter uma companheira roxa pelo Vasco.

Tão importante quanto, é minha família em Florianópolis.

Obrigada Amanda Madureira e Gabrielli Zanca por terem estado do meu lado o tempo todo, e sempre tentado agregar em algo com seus conselhos, e pelo serviço 24 horas de força e apoio. Obrigada por terem me agüentado em uma fase tão ruim, principalmente pelo pouco tempo que estamos juntas. Morar com vocês, para mim, nos tornou irmãs.

Evelyn Bassoli, por essa companheira de diversão tão essencial nesse ano. Daniele Knih e Luiza Sampaio pelas maravilhosas e reconfortantes conversas sobre processo de produção da monografia. E ao Alfredo Coli Jr., que por seu esforço em produzir a própria monografia, também teve papel importante para me guiar nessa jornada tortuosa que foi produzir este trabalho, sem a sua experiência eu não teria me encontrado em meio aos meus objetivos.

E o pessoal da PRAE: aos professores e funcionários Dalton, Aurélia, Alcides, Fabiano, Adriano, Mônica, Sandro, Delvina, Roberto Pró-Reitor Cláudio, Silvio; aos servidores Mara, Edilson; e as bolsistas colegas e amigas Angélica, Erika e Letícia; que me forneceram as melhores experiências como bolsista, a maturidade em trabalhar e poder encabeçar um projeto por minha conta. E pela amizade, pelos deboches, pelas festinhas de aniversários. Acredito que a PRAE jamais será a mesma sem qualquer um de vocês.

*A dificuldade não está em se aceitar novas idéias, mas em se libertar das velhas.*

John Maynard Keynes

*Oh, gigantescas legiões do céu! Oh, terra! Que mais ainda?  
Devo apelar ao inferno? Infâmia! Calma, Calma, coração;  
E vocês, meus nervos, não envelheçam de repente;  
Me mantenham tranqüilo.*

William Shakespeare

## RESUMO

Com intuito este estudo, rejeitando a teoria neoclássica, adotou como verdade os princípios keynesianos e pós-keynesianos, afirmando que numa economia os lucros motivam e recompensam os negócios; que o produto do investimento deve ser financiado enquanto é produzido, e que por financiar um investimento o efeito multiplicador resulta em um nível de renda e, por conseguinte, poupança que, por sua vez, são fatores determinantes e essencialmente fundamentais para que haja crescimento econômico. Estes efeitos são essenciais para que haja incentivo a criação da capacidade de produção agregada, sendo a Taxa de Investimento Nacional como a relação entre a Formação Bruta de Capital Fixo e o Produto Interno Bruto, que é uma medida da capacidade produtiva da economia. A ampliação dessa capacidade por sua vez acarretaria na expansão do Produto Interno Bruto (PIB), ligada fundamentalmente aos fatores de produção (especialmente o trabalho e o capital) e o progresso tecnológico. Assim, o Sistema Financeiro de um país desempenha papel fundamental para que esta relação financiamento-investimento seja mantida saudavelmente. E, após o Plano Real, com o fim dos ganhos fáceis do *floating*, os bancos brasileiros precisaram buscar novas fontes de receita. Ao ter de se adaptar as regulações e aos novos momentos econômicos, o SFB proporcionou um aquecimento do mercado brasileiro. Essa agitação tornou bastante feliz a percepção das taxas de crescimento crescentes, tanto do PIB, como do crédito, como da FBCF, e por conseguinte, acarretando em crescimento da nação. Partindo desses pressupostos, este presente trabalho procurou analisar o grau de participação do crédito no financiamento da Formação Bruta de Capital Fixo, dentro do cenário econômico do Brasil ao longo do período pós-Plano Real tendo o infeliz constatamento que realmente a taxa de investimento nacional é medíocre. Porém, é evidente o fato de que o crédito é o meio de obter meios de pagamento mais popular na economia brasileira. Também é fato que é fruto de estratégias de mercado dos bancos, essa oferta de crédito acessível, até em momento duvidoso, ou até mesmo crítico, como a crise financeira internacional, não impediu que os agentes econômicos continuassem a operar de maneira desprenteciosa.

**Palavras-chave:** investimento; capacidade produtiva; financiamento; crédito; formação bruta de capital fixo; taxa de investimento nacional; sistema financeiro; Plano Real.

## ABSTRACT

With reason, this study, rejecting the neoclassical theory, the principles adopted as a true Keynesian and post-Keynesians, saying the economy profits motivate and reward businesses, the proceeds of the investment must be funded as it is produced, and to fund a the investment multiplier effect results in a level of income and therefore savings, in turn, are determining factors and essentially fundamental to economic growth there. These effects are essential for there to be encouraging the creation of aggregate production capacity, and the national investment rate as the ratio of the Gross Fixed Capital Formation and Gross Domestic Product, which is a measure of the economy's productive capacity. The expansion of this capability in turn lead to the expansion of the Gross Domestic Product (GDP), mainly related to factors of production (especially labor and capital) and technological progress. Thus, the financial system of a country plays a key role for this funding-investment relationship is maintained healthy. And, after the Real Plan, with the end of the easy gains of the floating, Brazilian banks had to seek out new sources of revenue. By having to adapt to new regulations and economic times, the SFB has provided a warming of the Brazilian market. This agitation became very happy the perception of increasing growth rates, both GDP and credit, as GFCF, and therefore, resulting in growth of the nation. Based on these assumptions, the present work was to analyze the degree of participation in the credit financing of Gross Fixed Capital Formation, within the economic scenario of Brazil during the period after the Real Plan has really unfortunately the case that the rate of domestic investment is mediocre. However, it is evident from the fact that credit is the means of obtaining the most popular means of payment in the Brazilian economy. It is also a fact that is the result of marketing strategies of banks that offer credit accessible, even when in doubt, or even critical, as the international financial crisis did not prevent economic agents continue to operate so unsequential.

**Keywords:** investment, production capacity, financing, credit, gross fixed capital formation rate of domestic investment, the financial system; Real Plan;

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1. Circuito financiamento-investimento-poupança- <i>funding</i> .....	27
--	----



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Mercado de Trabalho.....	22
Gráfico 2. Mercado de Capitais e Gasto - Renda .....	23
Gráfico 3. Evolução da inflação – IPCA – no início do Plano Real (% a. a.).....	47
Gráfico 4. Operações de Crédito por atividade (R\$ milhões). .....	48
Gráfico 5. Variação real do Produto Interno Bruto brasileiro (% a. a.).....	51
Gráfico 6. Comportamento do Volume de FBCF frente aos choques (R\$ milhões).....	53
Gráfico 7. Evolução dos Investimentos frente as Variações do PIB. ....	53
Gráfico 8. Volatilidade do Crescimento PIB no Primeiro Governo Lula .....	58
Gráfico 9. Taxa de Crescimento do Volume Transacionado nas Operações de Crédito.....	59
Gráfico 10. Operações de Crédito do Sistema Financeiro – Recursos Livres x Recursos Direcionados (R\$ milhões).....	60
Gráfico 11. Comportamento das Operações de Crédito. ....	61
Gráfico 12. Comportamento da Inflação – IPCA – no período 2003-2007 (% a. a.).....	62
Gráfico 13. Trajetória da Taxa de Investimento Nacional no período 2003-2007.....	63
Gráfico 14. Expansão da FBCF nos últimos anos, em valores correntes (R\$ milhões). 64	
Gráfico 15. Comportamento da Inflação – IPCA – na pré e pós-crise (% a. a.) .....	66
Gráfico 16. Taxa de Crescimento do Crédito, por atividade. ....	67

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Valores Correntes da Formação Bruta de Capital Fixo e dos Segmentos de Composição (R\$ milhões). .....	52
Tabela 2. Segmentos do Crédito de Recursos Livres a Pessoa Física e Jurídica Destinados a FBCF (R\$ milhões). Parte 1.....	70
Tabela 3. Segmentos do Crédito de Recursos Livres a Pessoa Física e Jurídica Destinados a FBCF (R\$ milhões). Parte 1.....	70
Tabela 4. Volume Absoluto e por Segmento em Valores Correntes da FBCF (R\$ milhões).....	71
Tabela 5. Participação dos Recursos Livres no Financiamento da FBCF ao decorrer do Plano Real (%). .....	72

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BACEN – Banco Central do Brasil

BNCC – Banco Nacional de Crédito Cooperativo

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNH – Banco Nacional de Habitação

CMN – Conselho Monetário Nacional

COSIF - Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional

CVM – Conselho de Valores Mobiliários

FBCF - Formação Bruta de Capital Fixo

FEBRABAN – Federação Brasileira dos Bancos

FHC – ex-presidente Fernando Henrique Cardoso

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

PF – Pessoa Física

PGC – Fundo Garantidor de Créditos

PIB – Produto Interno Bruto

PJ – Pessoa Jurídica

PROER - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

PROES – Programa de Estímulo à Infra-Estrutura Econômica e Social.

RL – Recursos Livres

SFB – Sistema Financeiro Brasileiro

SFH – Sistema Financeiro de Habitação

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro

SUDAM – Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia

SUDENE – Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste

TED – Transferências Eletrônicas Disponíveis

URV - Unidade de Real de Valor

## SUMÁRIO

<b>1. TEMA E PROBLEMA .....</b>	<b>13</b>
<b>1.1. Introdução.....</b>	<b>13</b>
<b>1.2. Objetivo Geral .....</b>	<b>16</b>
1.2.1. Objetivos Específicos .....	16
<b>1.3. Metodologia.....</b>	<b>16</b>
<b>1.4. Estrutura do Trabalho .....</b>	<b>18</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>20</b>
<b>2.1. Definição de Renda, Poupança e Investimento keynesiano .....</b>	<b>20</b>
<b>2.2. Circuito keynesiano: Financiamento do Investimento.....</b>	<b>25</b>
<b>2.3. Circuito keynesiano e a Tendência a Fragilidade Financeira minskyano .....</b>	<b>28</b>
2.3.1 Keynes e Pós-keynesianos sobre a Noção de Incerteza, a questão da Não-neutralidade da Moeda e a Preferência pela Liquidez.....	33
<b>3. A RELAÇÃO CRÉDITO E TAXA DE INVESTIMENTO NACIONAL NO BRASIL PÓS-REAL .....</b>	<b>37</b>
<b>3.1. Um Breve Histórico da Estrutura do SFB e as Relações Financeiras ....</b>	<b>37</b>
<b>3.2. O Período 1994-2002: a luta pela estabilização .....</b>	<b>43</b>
<b>3.3. A Taxa de Investimento Nacional .....</b>	<b>53</b>
<b>4. ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS PRODUTIVOS NA PRIMEIRA DÉCADA DO SÉCULO XXI. ....</b>	<b>57</b>
<b>4.1. O Período 2003-2007: A expansão do crédito.....</b>	<b>57</b>
<b>4.2. O Período 2008-2010: convivendo com a crise. ....</b>	<b>63</b>
<b>4.3. Síntese Relação Crédito ao Setor Privado e a Taxa de Investimento Nacional.....</b>	<b>68</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>73</b>
<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>77</b>

# 1. TEMA E PROBLEMA

## 1.1. Introdução

Os economistas keynesianos focalizam os efeitos do investimento sobre a criação de demanda agregada. A partir disso, os teóricos do crescimento econômico pós-keynesianos incorporaram esses efeitos sobre a criação da capacidade de produção agregada, e a ampliação dessa capacidade por sua vez acarretaria na expansão do Produto Interno Bruto (PIB), ligada fundamentalmente aos fatores de produção (especialmente o trabalho e o capital) e o progresso tecnológico. “Nesse contexto, o mercado financeiro assume grande importância.” (LIMA *et al*, 2009).

Muitas são as discussões, no campo acadêmico, sobre a função do sistema financeiro, pois, além de desempenhar o papel de intermediador financeiro no setor produtivo, é também responsável por estimular, no circuito financeiro, o crescimento da economia nacional através do crédito bancário direcionado a financiar o investimento produtivo. (COLI JR, 2009)

Grandes transformações se passaram no setor financeiro brasileiro a partir da década de 70, tanto nos países industrializados como em um número significativo de países em desenvolvimento, dentre eles o Brasil. A especificidade da atual da atividade financeira nacional é marcada por características herdadas de conjunturas formadas por diversos movimentos globais e fatores intrínsecos à própria economia brasileira, tais como a convivência com prolongados períodos inflação alta e os recorrentes planos de estabilização implementados nas décadas de 80 e 90.

Recentemente, ainda mais no contexto atual mundial da corrida pela recuperação econômica pós-crise financeira internacional, a retomada do investimento voltou a ser um tema relevante no debate econômico. Quando se pensa em modelos macroeconômicos de inspiração Keynesiana (centrados na demanda agregada), afirma Vieira (2006), percebe-se claramente a importância da taxa de investimento como um dos elementos centrais para estimular a demanda agregada e, portanto, há um consenso de que a aceleração da FBCF frente ao PIB é um dos elementos-chave para que a economia possa alcançar taxas mais elevadas de crescimento nos próximos anos.

E já é fato que para economias se desenvolverem é preciso que haja investimento. Ou seja, que parte do produto criado pela sociedade seja destinado à acumulação de meios de produção, aumentando sua capacidade produtiva. Então, para iniciar o processo de investimento, de acordo com Carvalho *et al* (2007) tudo o que um investidor produtivo precisa são meios de pagamentos. Numa economia monetária, este investidor pode obter esses meios de pagamento através de três meios básicos:

- 1) Utilizando ativos monetários previamente acumulados;
- 2) Emitindo obrigações, em um processo que conhecemos como securitização;
- 3) Tomando empréstimos de bancos.

Contando que uma das diferenças primordiais do financiamento de investimentos em uma economia com sistema bancário moderno está na contração de empréstimos bancários. E “que o investidor prospectivo espera duas coisas do sistema monetário/financeiro a provisão inicial dos meios de pagamento necessários à realização das despesas iniciais com a aquisição de bens de investimentos e, posteriormente, a provisão de meios permanentes de financiamento.” (CARVALHO, 2003).

Assim, o financiamento do investimento para obtenção de bens de investimento, implementa a capacidade produtiva dos agentes econômicos, refletindo em um aumento da taxa de investimento nacional. A experiência internacional mostra que, quanto maior for o investimento em uma economia, maior tende a ser o crescimento. Os dados da economia brasileira também confirmam a forte relação entre investimento e crescimento econômico. De 2002 a 2006, o crescimento atingiu uma média anual de 2,5%, uma taxa semelhante à verificada no período anterior. Isso evidencia um desempenho muito abaixo do que já havia sido uma vez, ainda mais frente a economia internacional que nos últimos dois períodos apresentou uma taxa de crescimento de 3,1% ao ano e 4,5% ao ano, respectivamente. Segundo Teixeira (2004), a Formação Bruta de Capital Fixo em relação ao PIB passou de 16,1%, em 2004, para 17,5%, em 2007. No ano de 2008, registrou-se outra expansão da taxa de investimento, alcançando o patamar de 19% do PIB. Ademais, deve-se destacar a taxa real de crescimento do investimento em 2008, de 13,8%, em relação ao ano de 2007. Outra medida relativa à Formação Bruta de Capital Fixo é sua contribuição para a variação real anual do PIB. Entre 2001 e 2003 – anos de baixo nível de atividade econômica – a Formação Bruta de Capital Fixo contribuiu pouco para o crescimento (em 2001, 0,07 p.p do total da expansão do PIB) ou mesmo negativamente (2002 e 2003). Entre 2004 e 2007, esta tendência se inverteu, com taxas de crescimento do PIB superiores, tendo a Formação Bruta de Capital Fixo contribuído

de forma crescente, atingindo um valor de 2,2 p.p. em 2007. Em 2008, a contribuição ao crescimento foi de 2,41 p.p, de acordo com dados do Plano Plurianual 2008 – 2011 (2011). Sendo relevante chamar atenção para o fato de que as taxas de crescimento do PIB e do investimento foram positivas, sendo as deste último sempre superiores às do primeiro. Isso constitui fator fundamental para a expansão da capacidade produtiva da economia e para a geração de um ciclo de crescimento sustentado, sem pressões inflacionárias.

Logo, para uma manutenção do crescimento da economia brasileira, à luz dos princípios keynesianos, é fundamental dar importância a taxa de investimento. Fica altamente restringida a qualquer economia acelerar seu crescimento, ou seja, expandir o PIB, sem que uma parcela significativa dos recursos da sociedade sejam dedicadas à acumulação de capital produtivo. Como, também, é de comum senso na literatura econômica brasileira que a taxa de investimento nacional tem sido pífia, isto é, incompatível com o enorme potencial econômico do país. Mesmo depois de duas décadas perdidas, na estabilização econômica do pós-Plano Real essa taxa vem sempre abaixo do que seria ideal, segundo dado do IBGE, desde 1995 até 2010 a taxa média de investimento brasileira está em 16,9%, sendo que a taxa ideal estaria na proporção de 23% a 24% do PIB. Então, é fundamental verificar sua evolução, examinando seus determinantes. Assim, no presente capítulo, propõe-se um estudo a respeito da participação do crédito bancário no financiamento do investimento. Ou seja, qual é a influência do crédito bancário sobre a taxa de investimento da economia brasileira? Sendo de primordial importância identificar o quanto do crédito bancário é destinado à Formação Bruta de Capital Fixo, entendendo o grau de correlação a partir da estabilização econômica no pós-Plano Real.

Este presente trabalho estudará essa relação em cinco capítulos, partindo deste onde está disposta a intenção desta análise. No segundo capítulo, está posto em evidência os princípios teóricos keynesianos e pós-keynesianos, a fim de utilizá-las como base do raciocínio para que os objetivos sejam alcançados. No terceiro capítulo, está apresentada uma breve contextualização histórica da estrutura e relações do sistema financeiro; o cenário ao qual se deu a implantação do Plano Real; e, o conceito de Taxa de Investimento Nacional, conceituando a Formação Bruta de Capital Fixo. Ao quarto capítulo, é atribuída a conjuntura econômica nacional na primeira década do século XXI, aos dados necessários, no período de pós-estabilização econômica, para que na

última seção do mesmo capítulo, sejam apresentados de modo completo e, finalmente, confrontados, para ao final, expor os resultados obtidos dessa análise no quinto capítulo.

## 1.2. **Objetivo Geral**

Este presente trabalho teve como objetivo analisar quanto é a participação dos recursos concedidos via crédito destinados ao financiamento da Formação Bruta de Capital Fixo.

### 1.2.1. **Objetivos Específicos**

- a) Realizar uma revisão bibliográfica sobre os temas investimento e sistemas de financiamento à luz das teorias keynesianas e pós-keynesianas;
- b) Analisar o sistema de crédito bancário brasileiro, as condições em que o Plano Real foi implantado e a taxa de investimento do país.
- c) Analisar o volume de recursos destinado ao investimento produtivo, correlacionando o montante destinado à Formação Bruta de Capital Fixo em relação à taxa global de investimento do país.

## 1.3. **Metodologia**

Para o presente projeto é importante destacar que o estudo que será realizado, para ser considerado como conhecimento científico é preciso também que seja identificado o método que permitiu chegar a esse conhecimento. Para esta monografia, a metodologia adotada será baseada em um processo formal e ordenado, dado o objetivo de verificar a causalidade entre o crédito direcionado a investimento produtivo e a formação bruta de capital fixo (FBCF). Como já existem autores que explicam a causalidade entre o



crédito brasileiro direcionado ao investimento produtivo e a taxa de investimento nacional, o método de abordagem será dedutivo, pois, de acordo com Gil (2002), este método parte do geral e vai ao particular. Neste caso, especificamente, poderá ser percebido como a teoria esclarece a realidade na área a que este trabalho se restringe. Sendo um estudo de ordem qualitativa, que é quando utiliza a lógica para diminuir a distância entre a teoria e os dados. E, segundo Zanella (2007),

A pesquisa qualitativa pode ser definida como aquela que se fundamenta, principalmente, em análises qualitativas, caracterizando-se, em princípio, pela não-utilização de um instrumental estatístico para a análise dos dados. Esse tipo de análise tem por base conhecimentos teórico-empíricos que permitem atribuir cientificidade à pesquisa. (VIEIRA, 1996)

Assim, aplicando esse conceito ao presente trabalho, buscando uma profunda compreensão do contexto da situação, sendo que os fatos em que se projetará os métodos, serão delineados por pesquisas majoritariamente bibliográficas, e documental. Sendo o material bibliográfico, como afirma Gil (2002), fundamentalmente já elaborado, principalmente artigos científicos, livros e revistas. E o material documental aproveitam-se de materiais que não tiveram tratamento analítico ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos de pesquisa. Esses materiais podem ser, por exemplo, dados censitários, documentos oficiais, registros de arquivos de empresas ou ainda relatórios de órgãos públicos competentes.

Sendo estes os métodos empíricos que serão aplicados no objetivo de encontrar os resultados e concluir a problemática levantada pela pesquisa, serão necessários primeiramente uma fundamentação teórica e o entendimento dos aspectos históricos que permeiam o comportamento do Sistema Financeiro Brasileiro e por sua vez o crédito bancário.

Em seguida o mesmo deve ser feito a base implícita de argumentação, que seria a teoria do investimento keynesiana e a teoria do crescimento econômico pós-keynesiana, adotada como linha de raciocínio para o determinado objetivo traçado para o estudo do problema de pesquisa.

A partir disso, uma fundamentação teórica sobre investimento nacional deve ser realizada, fazendo uma explanação sobre a Formação Bruta de Capital Fixo e concomitantemente, sobre a Taxa de Investimento Nacional.

Assim, for entendido os conceitos dos termos necessários para este presente estudo, é imprescindível realizar uma contextualização da evolução conjuntural dos mesmos

termos. Realizando a partir de fontes documentais publicadas, a evidenciação cronológica no período de estabilização econômica brasileira no pós-Real.

Com a base teórica adequadamente fomentada, deve-se iniciar um estudo analítica sobre o crédito brasileiro. Por meio de coleta de dados a organizações de pesquisa, como IBGE, IPEA, BNDES, FEBRABAN e BACEN, deve-se buscar obter informações sobre o comportamento dos volumes creditícios movimentados neste período, e entender e identificar dentro desses volumes totais, segmentos que auxiliem no reconhecimento dos recursos que são convertidos em financiamento de investimento produtivo.

Logo em seguida, é de primordial interesse apresentar os dados coletados do comportamento, dentro do período definido, da Formação Bruta de Capital Fixo nacional e do PIB.

Feito essa identificação dos dados das variáveis apontadas ao estudo, realizaremos a confrontação dos mesmos a fim de buscar inter-relações, passíveis de interpretação, buscando entender se o comportamento do montante de recursos adquiridos via crédito destinados ao investimento produtivo possui semelhança ao comportamento revelado da Taxa de Investimento nacional, de acordo com os montantes da Formação Bruta de Capital Fixo pelo PIB.

Realizando isso, será possível desenvolver um estudo sério, que cumprirá com o objetivo de chegar a conclusões verdadeiras acerca da realidade, no caso em questão, da realidade econômica da relação entre a estrutura do SFB e as relações de crédito para prover um aumento da taxa de investimento produtivo e do desenvolvimento nacional por sua vez.

#### **1.4. Estrutura do Trabalho**

Este estudo está dividido em cinco capítulos, ordenados de forma a encaminhar o tema: uma introdução, as teorias implícitas, uma contextualização dos fatores envolvidos, a compreensão dos dados e, por fim, as conclusões.

O primeiro capítulo, *Introdução*, é esta breve iniciação do tema. Evidencia os fatores envolvidos: o crédito como financiador do investimento, o investimento produtivo e taxa de investimento nacional (formação bruta de capital fixo e PIB), delineando os objetivos e a metodologia. O segundo capítulo, *Referencial Teórico*, está

dividido em três seções: (i) *Definição de Renda, Poupança e Investimento keynesiana*, onde será explicitada a diferença entre os princípios dos teóricos convencionais e keynesianos, dando enfoque a causalidade investimento-poupança, (ii) *Circuito Keynesiano: financiamento do investimento*, colocando em evidência a importância dessa dinâmica teórica para a causalidade do investimento-poupança keynesiana; (iii) *Tendência a Fragilidade Financeira* de Minsky, e uma sub seção explanando noção sobre *incerteza, não-neutralidade da moeda e preferência pela liquidez* nas visões keynesiana e pós-keynesiana.

*A Relação Crédito e a Taxa de Investimento Nacional no Brasil Pós-Plano Real*, é o terceiro capítulo, também com três seções: (i) *Um Breve Histórico da Estrutura SFB, as relações Financeira e o Crescimento Econômico*, contextualizando breve da formação e as mudanças do Sistema Financeiro Brasileiro desde seus primórdios no Brasil, abordando seus tipos de relações, definindo suas funções e fechando com uma definição sobre crédito; (ii) *Plano Real e a Luta pela Estabilização: o período 1994 – 2002*, aborda o contexto em que se deu a implementação do Plano Real na economia brasileira; encaixando em (iii) *Taxa de Investimento Nacional*, definindo sua importância e conceituando-a, para que assim, seja partido para a resolução do quarto capítulo.

De enorme importância, pois é o que dará as condições necessárias para se perceber a relação causal entre o crédito e a taxa de investimento – se o montante de recursos destinados ao investimento produtivo via crédito é proporcional ao comportamento do montante de FBCF em relação o PIB – por dados obtidos por instituições de pesquisa, como o BNDES, IBGE, IPEADATA, FEBRABAN e BACEN. O capítulo quatro, *Análise dos Investimentos Produtivos na Primeira Década do Século XXI*, se encontra, como os anteriores, em três seções, sendo as duas primeiras (*O Período 2003- 2007: a expansão do crédito*; e, *O Período 2008 – 2010: convivendo com a crise*) uma explicação da conjuntura brasileira pós-Plano Real, para que assim, possa ser evidenciado os dados necessários para a última seção, *Síntese da Relação Crédito e Taxa de Investimento Nacional*, onde serão confrontados chegando ao resultado deste presente estudo

E as *Considerações Finais* serão apresentadas como quinto e último capítulo, onde, neste, estarão a resolução dos resultados obtidos.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. Definição de Renda, Poupança e Investimento keynesiano

Com os pressupostos da macroeconomia clássica, somos transportados para um mundo ideal, em que as forças do mercado, através de seus mecanismos auto-ajustáveis, garantiriam pleno emprego, eficiência máxima da produção, maximização da satisfação dos consumidores e dos lucros dos produtores (os quais, todavia, corresponderiam apenas ao lucro normal), e distribuição ótima da renda entre os proprietários dos fatores de produção. Porém, a grande depressão dos anos trinta deste século tornou esse irrealismo gritante. E foi em meio a isso que o economista inglês, John Maynard Keynes, formado em Cambridge, sendo um dos mais eminentes economistas clássicos de seu tempo, publica um livro *General Theory of Employment, Interest and Money* (Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda), em 1936, que revolucionaria a teoria econômica.

Não sendo um economista de foco matemático, Keynes preferiu evitar esse recurso (a matemática econômica e a econometria estavam em pleno desenvolvimento nesta época), pois, se o raciocínio econômico ganhava em precisão e clareza com a matemática, perdia em riqueza e profundidade, implicando em simplificações excessivas da realidade.

Na *Teoria Geral*, vê-se uma teoria macroeconômica, ao contrário de sua obra anterior, *Treatise on Money* (Tratado Sobre a Moeda) de 1930, onde a teoria era de foco microeconômico. Nela a produção total não é tomada como um dado e o pleno emprego como uma decorrência intrínseco ao sistema, colocando como desconhecidas a alocação dos fatores de produção entre as diversas possíveis aplicações, através do mecanismo dos preços, e a conseqüente remuneração dos fatores.

Ao invés de uma teoria estritamente estática e otimista, como era a teoria neoclássica, Keynes nos apresenta uma teoria macroeconômica relativamente dinâmica, cujas incógnitas fundamentais são o volume da produção e o nível de emprego decorrente. (BRESSER-PEREIRA, L. C., 1976, p.29)

Ao contrário de partir comumente da análise do comportamento individual dos agentes microeconômicos - os consumidores e os produtores -, Keynes adota uma abordagem macroeconômica, partindo diretamente do estudo dos agregados econômicos básicos: a renda, o consumo, a poupança, o investimento, dentro de uma economia monetária, como expõe Bresser-Pereira (1976), e segue afirmando que o comportamento de consumidores, investidores, especuladores, continua a ser analisado, mas diretamente em função dos agregados econômicos acima enumerados. E a teoria monetária, que na microeconomia constituía-se em um capítulo à parte da teoria macroeconômica, é plenamente integrada à macroeconomia keynesiana. A macroeconomia clássica é uma construção dos economistas posteriores a Keynes que, lendo nas linhas e entrelinhas dos autores clássicos, chegaram àquele modelo. Todo o centro da análise econômica clássica era de base microeconômica. Inaugurando Keynes, assim, uma abordagem macroeconômica integrando, ao mesmo tempo, a teoria monetária. Sendo esta uma teoria do emprego baseada na idéia de procura agregada efetiva, ao qual chamou de *Princípio da Demanda Efetiva*, representado pelo Gráfico 1, onde, o nível de emprego depende da procura agregada efetiva, ou seja, da renda. E esta, a renda, tem como principal componente o consumo,

[Q]ue depende da renda disponível (função consumo), e que tende a crescer a uma taxa menor do que a renda (propensão marginal a consumir inferior à unidade). Resulta daí uma tendência ao aumento de propensão média à poupança. O aumento da poupança deve ser compensado pela outra componente básica da procura agregada efetiva: o investimento. Este, que, através do mecanismo do multiplicador, determina o nível da renda, é, na verdade, a variável fundamental do modelo keynesiano, devido ao fato de que o investimento é uma variável que pode ser manipulada com relativa facilidade, enquanto que o consumo, não. (BRESSER-PEREIRA, 1976, p. 33)<sup>1</sup>

No gráfico 2 (Gasto e Renda), entende-se esta relação. E como expressa Costa (1991), a única forma de a *poupança potencial*<sup>2</sup> transformar-se em *poupança efetiva* é

<sup>1</sup> Sendo o Multiplicador igual ao inverso da propensão marginal a poupar e a procura de moeda ou preferência pela liquidez igual à procura por motivos transacionais e acautelatórios mais a procura especulativa.

<sup>2</sup> “A *poupança potencial* é o montante da renda global não consumida, que pode ser aplicada financeiramente pelos agentes econômicos, isto é, pode constituir um “fundo” disponível para financiar o investimento, através da intermediação financeira. No entanto, se essa “poupança potencial” for “entesourada” por aplicação em títulos para mera valorização financeira, ela é “desviada” do seu potencial macroeconômico, que, portanto, não se realiza efetivamente pela queda provocada na demanda efetiva e conseguinte não-expansão da renda real.” (COSTA, 1991).

através da realização de investimento, no período, em seu próprio montante. E, mesmo entendendo, segundo Dathein (2007), que a política monetária<sup>3</sup> é uma alternativa superior à flexibilidade dos salários nominais, Keynes admite que ela não é suficiente e precisa ser suplementada, pois, com capacidade ociosa, os empresários podem não aumentar a produção e o emprego somente com a redução da taxa de juros, de modo que não há garantia plena de sua eficácia. “Por isto, intervenções diretas do Estado no mercado de bens devem ser usadas para sustentar a demanda, através do uso de políticas fiscais, ou de ações sobre o consumo e o investimento.” (KEYNES *apud* DATHEIN, 2007).

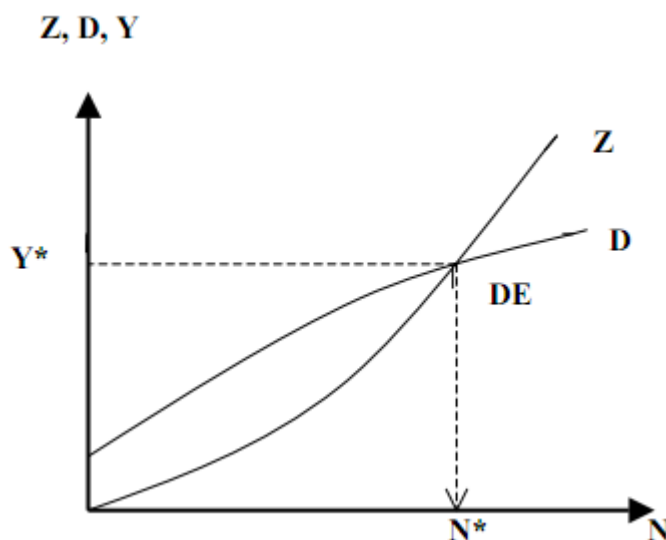


Gráfico 1. Mercado de Trabalho  
FONTE: DATHEIN (2007, p. 9)

Logo, o investimento, por sua vez, depende da relação entre a eficiência marginal do capital e da taxa de juros (função investimento), como se pode conferir no Gráfico 2 (Mercado de Capitais). Enquanto a primeira for superior à segunda, valerá a pena investir.

<sup>3</sup> É óbvio que políticas expansionistas só têm sentido em casos de desemprego. Para Keynes, estas políticas teriam apenas efeitos reais somente no caso de alto desemprego, enquanto no pleno emprego teriam somente efeitos nominais, e, no caso intermediário, teriam efeitos mistos.

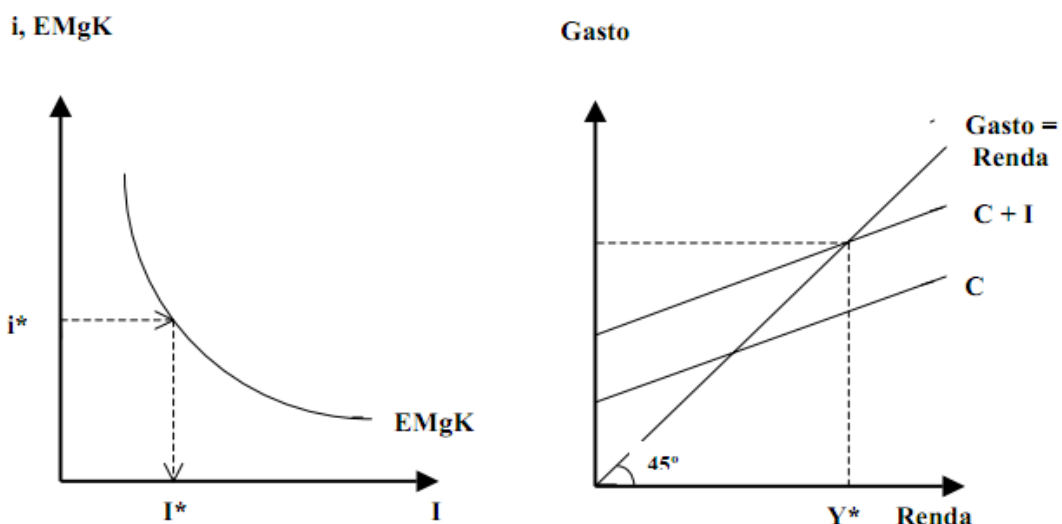


Gráfico 2. Mercado de Capitais e Gasto - Renda  
 FONTE: DATHEIN (2007, p. 6)

A taxa de juros, no modelo keynesiano, é determinada pela oferta e pela procura de moeda (não pela oferta e procura de poupança e investimento, respectivamente, como acreditam os clássicos). A taxa de juros, por sua vez, não dependendo da poupança, constitui-se num fenômeno monetário e se relaciona inversamente com o investimento, sendo o prêmio pela renúncia à liquidez momentânea

O juro é determinado pela preferência pela liquidez e pela oferta de moeda, esta última, determinada pela política monetária e pelas estratégias de crédito dos bancos. (RESENDE, 2008).

A oferta de dinheiro vai depender dos motivos transacionais<sup>4</sup> e de precaução<sup>5</sup>, que segundo Bresser-Pereira (1976), variam em função da renda, e que, dados os

<sup>4</sup> Ou, também chamado, *motivo-renda*, por Keynes na Teoria Geral, é a razão pela qual os indivíduos conservam seus recursos líquidos para garantir um intervalo de tempo seguro entre o recebimento da renda e seu desembolso completo. Essa decisão dependerá, principalmente, do montante da renda e do tempo normal que se leva entre o recebimento da renda e o desembolso da mesma. “O conceito de velocidade-renda da moeda é estritamente apropriado apenas nesse contexto.” (KEYNES, 2009). Como também, se verifica no chamado *motivo-negócios*, por Keynes na Teoria Geral, os empresários sob esta razão irão conservar os recursos líquidos para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas e o do recebimento do produto das vendas, garantindo que os empresários tenham um intervalo de tempo seguro entre a compra e a realização. “A intensidade desta demanda dependerá, principalmente, do valor da produção corrente (e, portanto, do rendimento corrente) e do número de mãos através das quais passa a produção.” (KEYNES, 2009).

<sup>5</sup> O *motivo-precaução* é a razão, dentre outros motivos, onde os indivíduos possuem o intuito de se prevenir, pois conservando recursos líquidos podem atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas e de conservar um ativo fixo em termos monetários para poderem honrar uma obrigação estipulada em dinheiro.

hábitos de pagamento da comunidade, determinam a velocidade-renda constante da moeda, e do motivo especulativo ou desejo de entesouramento.

A Demanda Efetiva é dada por expectativas frente ao valor da produção que os empresários desejariam produzir e vender. Envolve, portanto, um conceito de renda esperada *ex ante* face às vendas.

A demanda é "efetiva" se emprega ou **efetiva** determinado uso de recursos existentes na produção, independentemente de que esta venha a se realizar no todo ou só em parte. Não existe "oferta" antes da produção realizada, ou melhor, antes da realização do valor adicionado na produção. A renda como um todo ( $Y = W + J + A + L$ ) é um resultado realizado *ex post*, com parte realizada *ex ante* (salário, juros e aluguéis pagos a nível microeconômico, empresarial) e o componente residual (lucros) realizado *ex post*. (COSTA, 1991, p.58)

Portanto, "poupança *ex ante*" é um conceito dúbio, pois se refere a "decisões que não são tomadas". Na verdade, "poupança" não é objeto de decisões, é simplesmente um resíduo contábil constatado pela diferença *ex post* entre renda e consumo agregados. É uma variável passiva, um simples resíduo que se iguala "a posteriori" ao investimento total através da variação da renda.

Sendo assim, chegamos às identidades fundamentais na definição de renda, poupança e investimento da teoria keynesiana:

$$\text{Renda} = \text{Consumo} + \text{Investimento} \quad (1)$$

$$\text{Poupança} = \text{Renda} - \text{Consumo} \quad (2)$$

O que resulta em:

$$\text{Consumo} + \text{Investimento} = \text{Poupança} + \text{Consumo} \quad (3)$$

Portanto,

$$\text{Investimento} = \text{Poupança} \quad (4)$$

Admiti-se, assim, "a renda seja igual ao valor da produção corrente, que o investimento corrente seja igual ao excedente da renda sobre o consumo" (KEYNES, 2009), nos revelando que a relação causal entre investimento e poupança é inversa a adotada pela teoria convencional. Sendo os investimentos, o fator essencialmente dinâmico do modelo keynesiano, determinando do nível de renda, que *ex post* (após a realização) resultará na poupança.



## 2.2. Circuito keynesiano: Financiamento do Investimento

Como já vimos o investimento na economia keynesiana tem determinante papel na demanda agregada e nas flutuações de curto prazo nas atividades econômicas, destacando como variáveis para a produtividade do capital, a incerteza, as finanças e os fatores monetários como conceitos explicativos essenciais. As condições monetárias e financeiras afetam as decisões de gastos de capital das firmas.

Ele se apóia sobre uma distinção entre a *demanda de moeda* e a *demanda de créditos*, entre a moeda demandada para ser retida e a moeda demandada para ser despendida, conceitua Costa (1991, p. 65). E, utilizando palavras de Boissieu, argumenta que

[N]a Teoria Geral, a separação entre demanda de moeda e demanda de crédito não tinha sido feita, pois, supondo a oferta nominal de moeda exógena (sic), Keynes retira de seu campo de análise as condições de ajustamento no mercado de créditos. Isto não ocorre com a introdução do “finance”.

O motivo finanças corresponde a um fundo rotativo que não tem, em princípio, nada a ver com poupança (pois se baseia em créditos bancários multiplicados na economia do endividamento) e que serve para, nas palavras de Keynes (2009), cobrir o intervalo de tempo que separa o momento em que a decisão de investimento é tomada e o momento em que o investimento e a poupança são efetivamente realizados. Esse motivo toma significado quando o investimento cresce de um período a outro: o financiamento do investimento adicional efetua-se pelo endividamento suplementar das empresas.

Ao tratar do processo de financiamento do investimento, Costa (1991, p. 71) expõe:

Keynes reduz o procedimento de oferta financeira, para suprir as necessidades dos investimentos, como parte dos determinantes do mercado monetário, tendo, de um lado, a oferta da moeda e, de outro, o estado das preferências pela liquidez. Keynes considerou como motivo finanças a demanda por liquidez necessária para a concretização do investimento, isto é, que surge entre a decisão de investir e a sua efetivação. No momento em que os gastos de investimento são realizados, a liquidez da comunidade como um todo é restaurada e o motivo finanças desaparece.

É neste sentido que Keynes utiliza a idéia de que fundos para atender o motivo finanças constituem um fundo rotativo que se recompõe na medida em que os gastos em investimento são realizados. Assim sendo, em economias monetárias prevalece o circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*<sup>6</sup>, demonstrado na Figura 1.

Provando, como vimos anteriormente, no primeiro item deste capítulo, que o investimento antecede a poupança e que, por seu turno, resulta do crescimento econômico. O papel da poupança é consolidar (mas não financiar) a acumulação de capital, reduzindo a instabilidade financeira que acompanha o crescimento econômico e proporcionando sustentabilidade ao mesmo. Logo, investimentos só serão realizados se o *animal spirit* dos empresários estiver desperto, e também se houver disponibilidade de crédito por parte do setor bancário. A oferta agregada de financiamento em uma economia monetária é determinada principalmente pelo desejo dos bancos criarem crédito e depósitos correspondentes, e ainda pelo estoque de moeda existente, como podemos perceber no primeiro movimento (1) representado na Figura 1.

De acordo com Paula (2011) e Resende (2008), Keynes ao analisar o processo de financiamento da formação de capital, descreveu tal processo como tendo duas etapas: i) a provisão de moeda permite que a despesa de investimento seja implementada (finance), ou seja, a demanda por moeda (liquidez) provida pelo setor bancário no momento em que a firma decide investir; e, ii) a poupança *ex post* é utilizada para consolidar dívidas para a despesa de investimento.

A primeira etapa, nada mais é, que a dinâmica entre a relação investimento-poupança de Keynes (explicada no primeiro item desse capítulo), demonstrados na Figura 1 pelos passos de 1 a 5.

---

<sup>6</sup> O circuito foi originalmente formulado para o caso de economias fechadas. E segundo Resende (2011), parece não haver um estudo que considere este circuito e seus mecanismos em economias abertas, apresentando nesse mesmo texto científico, prováveis circuitos para economias abertas.

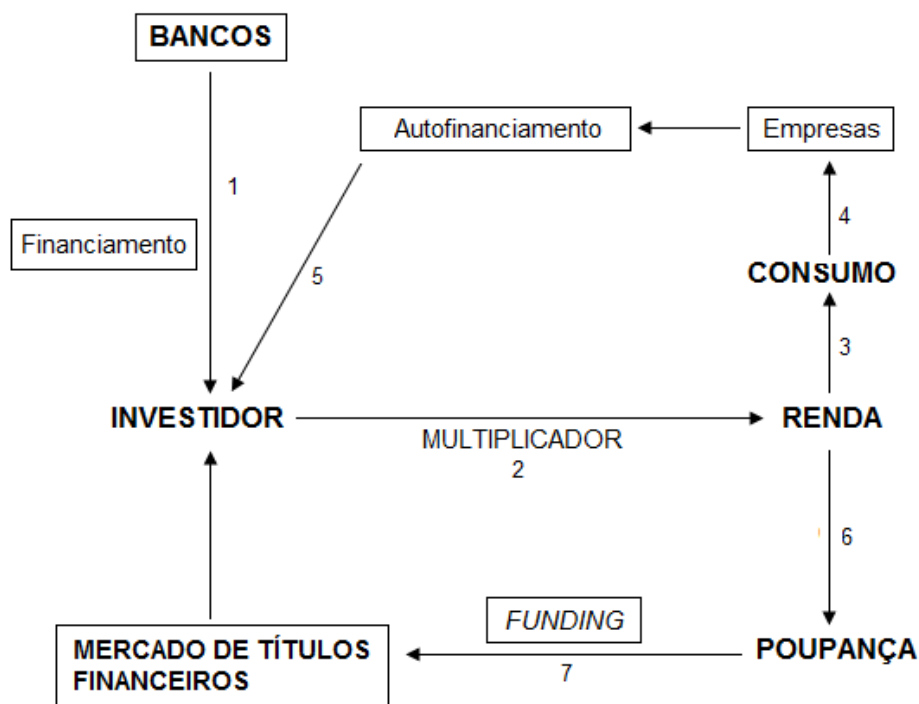


Figura 1. Circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*  
 FONTE: CARVALHO (2007, p. 330).

Na segunda etapa, já inicialmente abordado, o financiamento de curto prazo está ligado a um "fundo rotativo". Resende (2008) afirma que o crédito associado ao *finance* encontra sua oferta nesse fundo. Ele é usado para estimular a atividade na indústria de bens de investimento, gerando, neste processo, uma renda através do multiplicador keynesiano (2). Parte desta renda retorna ao sistema financeiro visto que não é usada para consumo, constituindo-se em poupança (6). Ao final desse processo, a poupança, resultante da despesa de investimento, é usada para transformar a dívida de curto prazo dos investidores junto ao sistema bancário em passivo de longo prazo (7). “O *funding* corresponde a esse processo de "consolidar" a dívida de curto prazo, isto é, transformá-la numa relação de longo prazo através da emissão de ações e de títulos. Assim, poupança e financiamento da despesa do investimento não se confundem, necessariamente.” (RESENDE, 2008).

Já o *finance* é um fundo rotativo que não requer a existência prévia de poupança: se o fluxo de gastos agregados permanece constante, dada a velocidade constante da moeda, o estoque de moeda existente pode financiá-los pela simples troca de mãos de moeda entre agentes na realização das transações, não sendo necessário que os bancos criem novos empréstimos; contudo, se os gastos agregados vão ser

aumentados (expansão dos investimentos), então é necessária a criação de nova moeda, o que deverá ser feito pelo setor bancário e/ou por um desentesouramento por parte dos agentes.

A partir da análise do circuito financiamento-investimento-poupança-funding de Keynes, alguns economistas pós-keynesianos (Studart, 1995-96; Carvalho, 1997) desenvolveram o conceito de funcionalidade ou eficiência do sistema financeiro. Studart (1995-96). (PAULA, 2011, p. 7).

Ou seja, um sistema financeiro funcional é aquele capaz de prover financiamento (*finance*) que permite os empresários a fazer gastos com investimentos e que canaliza poupança para, direta ou indiretamente, fundar suas dívidas mais tarde (*funding*).

### **2.3. Circuito keynesiano e a Tendência a Fragilidade Financeira minskyano**

Assim, com as dinâmicas de mercado e o papel do sistema financeiro como intermediário financiador dessa dinâmica determinados e devidamente rejeitando a teoria convencional, chegamos ao ponto sobre as tendências que essas relações apresentam. Hyman Minsky apresenta uma interpretação ou complementação teórica, chamada de *hipótese da instabilidade financeira*, segundo Braga Neto (2001), em relação a Keynes, a qual é uma variante da teoria econômica pós-keynesiana. Minsky vai além do que está explicitado na *Teoria Geral*, por integrar em sua análise as implicações da estrutura dos passivos das empresas sobre a atividade econômica.

Já é sabido que as dinâmicas que levam a mudanças institucionais ocorrem em função de atividades empresariais que buscam a lucratividade, de instituições financeiras e dos usuários domésticos que lutam para prover o bem-estar familiar. Segundo Minsky (2009), nesse processo as inovações são inerentes, de modo que novas instituições e instrumentos financeiros surgem, e velhos mecanismos passam a ser utilizados de forma diferente. Assim, desde então, a evolução do sistema financeiro tem

continuado dentro de um ambiente no qual respostas à instabilidade e intervenções, que contém tais instabilidades, condicionam alterações institucionais e estruturais.

De acordo com Minsky, a teoria neoclássica não conseguiria provar a existência de um equilíbrio geral de pleno emprego alcançado unicamente pelo processo de mercado em uma economia com ativos de capital e com instituições e práticas financeiras capitalistas. Esta teoria não explicaria a instabilidade financeira, presente com frequência na economia, ao tomar como causadores de ciclos e crises fatores exógenos como, por exemplo,

[V]ariações indevidas da quantidade de moeda, gastos fiscais exagerados provocados pelos governos por motivos políticos ou comportamentos irracionais de sindicatos. Para Minsky, a instabilidade financeira é geradora de ciclos econômicos, sendo o resultado do funcionamento normal da economia capitalista, ou seja, resulta endogenamente do comportamento dos agentes econômicos. (DATHEIN, 2002, p. 10).

Segundo Minsky, a economia capitalista não é simplesmente uma economia de mercado, mas fundamentalmente uma economia de finanças. Em sua análise, parte dos conceitos tratados por Keynes, na *Teoria Geral*, caracterizando esta economia pela existência de dois sistemas de preços relativos com determinantes diferentes, do preço de demanda dos bens de capital e do preço de oferta do investimento, sendo esta economia, Os preços dos bens correntes dependem da visão sobre as condições de demanda de curto prazo e do conhecimento corrente das taxas de salários nominais, sendo determinados por expectativas de curto prazo. Já os preços dos ativos de capital e dos ativos financeiros (que são preços presentes de rendas futuras) dependem da visão corrente sobre os fluxos de lucros futuros e do valor subjetivo corrente em relação à incerteza incorporada no valor futuro do dinheiro. Estes preços, portanto, são determinados por expectativas de longo prazo e possuem uma volatilidade muito maior que os primeiros. Dessa forma,

[C]om determinantes diferentes, não se pode supor que o mercado induzirá que ambos os preços variem a uma mesma taxa, sendo fundamental para a análise econômica sua avaliação em separado (Minsky, 1994a: 156-7). As relações entre estes dois sistemas de preços, com dois horizontes de tempo diferentes e dependentes de distintas variáveis, em suas relações com as condições financeiras da economia, determinam os investimentos, segundo Minsky. (DATHEIN, 2002, p. 12).

Estes investimentos, em conjunto com outras variáveis, determinam a demanda efetiva e, portanto, o emprego. A hipótese da instabilidade financeira integra na análise, portanto, as instituições financeiras e as práticas financeiras, as quais impõem condições e exigências em relação ao comportamento futuro da economia. Dessa maneira, Minsky apresenta uma teoria financeira dos investimentos, a qual é também uma teoria sobre o comportamento cíclico da economia.

Na visão da hipótese da instabilidade financeira, a oferta de moeda é considerada endógena. Moeda é criada quando bancos financiam negócios ou adquirem ativos, e moeda é destruída quando os empréstimos são pagos ou quando os bancos vendem ativos. Na visão de Minsky, a principal transação que ocorre na economia é a troca de dinheiro no presente por dinheiro no futuro, como, por exemplo, quando ocorrem investimentos ou a aquisição de ativos de capital. Por isso, afirma Dathein (2002), a teoria econômica não pode abstrair-se do tempo fazendo uma análise meramente estática. Admitindo-se a existência de flutuações do produto e de poder de mercado, “a hipótese da instabilidade financeira é apresentada como uma visão da economia de *Wall Street* ou da *City*, ou seja, uma economia fundamentalmente financeira, e não como uma economia de trocas em que as finanças são meramente instrumentais.” (MINSKY *apud* DATHEIN, 2002).

A atividade econômica gera fluxos de caixa (lucros) que são usados como garantias para financiar posições em ativos de capital ou para validar dívidas e os preços que foram pagos pelos ativos de capital no passado, permitindo honrar as obrigações de pagamentos originadas em decisões passadas de financiamento. Dessa forma, a economia capitalista somente funciona de forma saudável se existirem investimentos geradores de lucros, sendo que as flutuações nos investimentos determinam se as dívidas poderão ou não ser pagas. Dessa maneira, Dathein lança a pergunta fundamental a ser feita: é por qual motivo que os investimentos flutuam ou qual o mecanismo que transforma um aperto financeiro em uma crise financeira? Com o objetivo de fazer esta análise Minsky, estuda as diferentes posturas financeiras dos agentes econômicos.

Braga Neto, de acordo com Minsky, define três posturas financeiras que os agentes econômicos (tanto as empresas não financeiras como os bancos) adotam no processo de financiamento do investimento: a primeira, já brevemente explanado no começo deste capítulo<sup>7</sup>, seria a *hedge* ou protegida, posição mais conservadora, “onde a

---

<sup>7</sup> Vide nota de rodapé (7) deste trabalho.

empresa tem um fluxo de caixa esperado bem maior do que os pagamentos de dívidas, ou seja, as receitas esperadas são maiores do que os compromissos contratuais de pagamento de juros, dividendos e amortizações do principal.” (BRAGA NETO, 2001); a segunda, é a especulativa, “onde no curto prazo seus compromissos de pagamentos são maiores dos que as receitas esperadas, o que força a empresa a se refinarciamento junto à comunidade financeira para cobrir esse momento de déficit, não ocorrendo um aumento da dívida, pois, esse déficit poderá ser coberto por excesso de receita em um momento posterior.” (BRAGA NETO, 2001); e a terceira, e última, é a *Ponzi* “onde os recursos líquidos da empresa não são suficientes nem para os pagamentos dos juros devidos e, uma vez acontecendo o refinanciamento, aumenta-se o valor da dívida.” (BRAGA NETO, 2001). E como alerta Dathein (2002), Tanto empresas com finanças especulativas, quanto *Ponzi*, precisam se endividar ou vender ativos para cumprirem seus compromissos totais, mas, além disto, a viabilidade da situação de *Ponzi finance* depende de uma expectativa de crescimento dos preços dos ativos da empresa no futuro.

Assim sendo, utilizando-se o fluxo de caixa dos agentes econômicos, tem-se que as fontes de recursos devem igualar-se ao uso dos mesmos:

$$\text{Recurso} = \text{Produto}$$

$$\text{Lucros} + \text{Empréstimos} = \text{Investimento} + \text{Serviço da Dívida} \quad (5)$$

A equação (5) acima pode ser reescrita, de acordo com a seguinte notação:

$$R + D = I + V \quad (6)$$

, onde R são os lucros, ou seja, a renda; D são os novos empréstimos; I é o investimento e V representa o serviço da dívida.

Reescrevendo (6) em termos da tomada de novos empréstimos por parte do agente econômico, tem-se:

$$D = I + V - R \quad (7)$$

Considera-se que um agente econômico está em posição *hedge* quando  $R \geq V + I$ , de modo que  $D \leq 0$ . A receita líquida da firma é tal que cobre todos os gastos com novos investimentos e com o serviço da dívida, permitindo ainda que a firma reduza seu endividamento.

O agente econômico se encontra em posição especulativa quando  $R \geq V$ , mas sendo  $R < V + I$ , de modo que  $D \geq 0$  e  $D < I$ . O agente econômico especulativo consegue através de seus lucros arcar com o serviço da dívida, mas necessita de novos empréstimos para financiar parte do investimento a ser realizado.

Por fim, um agente econômico em postura *ponzi* tem  $R < V$ , de modo que  $D > I$ . Nesse caso, a firma não gera recursos próprios sequer para honrar os compromissos com a dívida assumida. Como  $D > I$ , o valor líquido da firma está se reduzindo a cada período de tempo, e, portanto, a firma se tornará insolvente em tempo finito, caso persista em tal posição financeira. A firma *ponzi* necessita de novos empréstimos tanto para cobrir a parcela do serviço da dívida não quitada através dos lucros, quanto para arcar com o investimento a ser realizado.

O *mix* de finanças *hedge*, especulativa e *Ponzi* varia de momento a momento e depende da história de cada economia, e permitiria o entendimento dos ciclos e crises financeiros e econômicos. E segundo a hipótese da instabilidade financeira, o capitalismo possui falhas inerentes e inescapáveis, e uma estrutura financeira inicialmente “robusta” pode transformar-se, endogenamente, em uma estrutura frágil. De acordo com Dathein (2002), Minsky afirma que o capitalismo não conseguiria manter-se próximo ao pleno emprego por longo tempo, e o defeito mais profundo que explicaria este fato é a maneira como o sistema financeiro afeta os preços e as demandas por produtos e ativos de capital e financeiros, de modo que, de tempos em tempos, as dívidas e os serviços das dívidas sobem relativamente às rendas, gerando endogenamente crises financeiras, o que provoca um colapso de investimentos e, portanto, o desemprego.

Vistas dessa maneira, as crises financeiras são resultantes do funcionamento normal da economia.

Os ciclos são endógenos, no contexto da busca de interesses próprios dos agentes econômicos em uma economia descentralizada, o que pode levar a “expansões incoerentes” ou a “bolhas especulativas”. No entanto, estas crises podem ser evitadas ou minoradas dependendo de ações dos bancos centrais como emprestadores de última instância, de *deficits* fiscais dos governos para sustentar os lucros e/ou de modificações no balanço de pagamentos. (DATHEIN, 2002, p. 6).

Segundo, continua Dathein, a forma privada de criação de recursos é inerentemente míope e precisa ser suplementada pela visão longa que o governo pode ter a alternativa à crise é basicamente uma combinação de ações do banco central e do governo que permitem a sustentação do emprego e da renda. O banco central, em caso de ameaça de crise, deve intervir como *lender-of-last-resort*<sup>8</sup> para sustentar os preços

---

<sup>8</sup> Empréstador em última instância.



dos ativos e para dar solvabilidade às instituições financeiras, enquanto os governos devem gerar ou aumentar seus *deficits* públicos para sustentar a demanda e os lucros

### 2.3.1 Keynes e Pós-keynesianos sobre a Noção de Incerteza, a questão da Não-neutralidade da Moeda e a Preferência pela Liquidez.

Com os agregados econômicos básicos da teoria keynesiana elucidados, antes de abordarmos o circuito do financiamento do investimento é necessário tratar de alguns pressupostos keynesianos. De importante abordagem, a visão monetária keynesiana é de distinta fomentação teórica, como o princípio da *não-neutralidade da moeda*, isto é, de que a moeda exerce um impacto real e duradouro sobre a economia. Na visão convencional, parte dos teóricos aceitam a não-neutralidade da moeda, mas desde que confinada ao curto prazo. Consistindo a política monetária apenas uma variação do estoque dos meios de pagamento, encarando os ortodoxos, como somente esta a função da moeda. O que se dá na expressão de Tobin “*monetarismo tipo II*”<sup>9</sup>, onde a não-neutralidade da moeda só pode decorrer de ilusão monetária ou da rigidez de preços, impedindo o ajuste imediato deste, pois as decisões de políticas monetárias são concebidas como similares a reformas monetárias. Como afirma Carvalho (2005, p. 324):

A não-neutralidade só pode resultar da existência de ilusão monetária (por parte dos que confundem um acréscimo no estoque de moeda com um aumento de riqueza real), ou da rigidez de preços (pela existência de defasagens de informação, ou impostas por obrigações contratuais, por exemplo), impedindo o ajuste imediato de preços. No longo prazo, a ilusão monetária desapareceria, por irracional, e a rigidez daria lugar a uma gradual correção dos preços. Como escreveu Friedman a respeito da Teoria Quantitativa da Moeda, base comum da abordagem convencional.

O que já para a economia de Keynes, o impacto real e duradouro, como citado anteriormente, não se dá apenas pelos dois fatores aceitos pela teoria convencional. Pois, em uma economia empresarial moderna a moeda atua mais do que somente um meio de pagamento.

---

<sup>9</sup> Nota de rodapé em Carvalho (2005), p. 324.

Ela é uma forma de riqueza, com atributos que se tornam particularmente atraentes em certas conjunturas. A não-neutralidade da moeda, na verdade, é colocada como um aspecto da proposição mais ampla de que *liquidez* é um atributo essencial dos ativos, aos olhos dos seus detentores efetivos e potenciais. Mais do que uma *conveniência temporária*, como na teoria de Marshall e na reconstrução da teoria quantitativa por Friedman, a moeda, pelo seu atributo de liquidez, é uma forma relativamente segura de riqueza, uma “máquina do tempo” para o transporte de poder de compra, na feliz imagem de Paul Davidson. (CARVALHO, 2005).

Constituindo um direito sobre a renda social sem que tenha que ser pré-especificada as datas de pagamento pelo seu detentor, podendo ser exercido a qualquer momento do tempo. Tornando-se um excelente *hedge*<sup>10</sup> contra as incertezas do futuro.

Mas se a moeda é uma forma de riqueza, com atributos próprios, sua retenção deve se dar às custas do espaço ocupado por outras formas de riqueza. É nesses termos que a não-neutralidade da moeda prevista por Keynes e keynesianos vai se definir: não em termos da função meio de pagamento, mas da função *forma de riqueza* (ou, na linguagem de manuais, de *reserva de valor*)<sup>11</sup>. (CARVALHO, 2005, p. 327)

A moeda possui um rendimento nulo e um custo de manutenção próximo ou igual a zero, mas possui alto prêmio de liquidez em função da incerteza, o que a diferencia de todas as outras mercadorias e justifica sua demanda como reserva de valor. Logo, se a moeda em uma economia empresarial se torna uma forma de riqueza, um ativo, permite, então, à economia de Keynes explorar a influência desse comportamento dos agentes econômicos na decisão de investir.

Então, seguindo essa linha de pensamento, concebe-se uma economia de mercado moderna como aquela em que empresas

[A]ssumem a responsabilidade pela produção e pela acumulação de capital produtivo, com vistas à obtenção de lucro em moeda corrente. Em contraste com a economia de produtores independentes, retratada nos modelos de equilíbrio geral, onde reinam consumidores maximizando sua satisfação

<sup>10</sup> Um dos três tipos de comportamento de fluxo de caixa adotados pelos agentes econômicos, classificados por Hyman P. Minsky (*hedge*, especulativa e *ponzi*). Onde *hedge* “são unidades para as quais o fluxo de renda esperado da utilização de seus ativos de capital é mais que suficiente para honrar seus compromissos financeiros agora e no futuro. Estas unidades são capazes, portanto, de honrar o pagamento do principal (amortizações) e os serviços da dívida (juros)” (MINSKY, 1986 *apud* COLI JR., 2009).

<sup>11</sup> Keynes aborda esse assunto em seu capítulo sobre os incentivos psicológicos e empresariais para a liquidez, em sua obra Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, onde demonstra sua teoria da demanda por moeda, onde divide em quatro motivos (*motivo-renda*, *motivo-negócios*, *motivo-precaução* e *motivo-especulação*), sendo três motivos já citados anteriormente.

individual, numa economia empresarial as decisões de produção e investimento são orientadas pela busca de lucros, e os processos “produtivos” consistem na aplicação de dinheiro com a intenção de obter mais dinheiro ao final do processo. (CARVALHO, 2005, p. 327).

Assim, se nas decisões do empresário nada mais importa além da expectativa de obtenção de lucro monetário, a moeda, portanto, é insumo e produto, sendo este o resultado da ação de escolher. E a partir disso, chegamos a um pressuposto keynesiano, a *incerteza*, que segundo Coli Jr. (2009, p. 39):

A incerteza difere de risco probabilístico, pois, para Keynes (1982), o futuro não é apenas arriscado: possui variáveis imprevisíveis. A economia keynesiana não se enquadra no princípio da ergodicidade<sup>12</sup>, o qual implica em que, considerada a possibilidade de repetição do evento, a evolução futura poderá ser prevista de forma confiável através de cálculos probabilísticos.

Para Keynes, o empresário faz prognósticos sobre a demanda futura, age de acordo com expectativas em contexto de incerteza. É a incerteza que cerca esse processo de decisão, da onde surgem instrumentos e instituições de atenuação e/ou socialização dos riscos. Sendo dentre eles, o que para a abordagem de Keynes é a mais importante, como afirma Carvalho (2005, p. 326), é

[D]entre eles, o mais importante, para a abordagem de Keynes, é a emergência de contratos futuros em moeda, que permitem a empresários controlar seus custos durante o período de produção e reduzir as incertezas quanto à demanda no caso de bens de maior valor. Na visão desta escola, a instituição dos contratos em moeda para liquidação futura é característica fundamental de uma economia empresarial e responde por grande parte de seu excepcional dinamismo, quando comparada a outras formas de organização social.

Exercendo a moeda, assim, “o papel de medida de valor para a elaboração de contratos e de meio de pagamento para sua liquidação.” (CARVALHO, 2005). O que faz com que esse papel duplo da moeda, que implica em torná-la uma forma de riqueza, quer dizer que esta é um transporte intertemporal de direitos ao produto social, logo criando a usualmente chamada reserva de valor na teoria monetária, o prova novamente o postulado da não-neutralidade da moeda. Tornando essencial frisar que tomar a moeda desta maneira, nesse contexto, nada tem de ilusão monetária.

---

<sup>12</sup> Em economia, um sistema ergódico é aquele no qual se pode prever eventos futuros por meio da estimação estatística de eventos passados. Quanto maior a ergodicidade, menor a incerteza apresentada pelo sistema.

O agente é perfeitamente consciente de que a moeda não oferece “rendimentos”, mas ele é consciente igualmente de que outras formas de riqueza oferecem riscos superiores aos da moeda em virtude de sua iliquidez relativa quando comparadas com ela. Na abordagem de Keynes, o rendimento dessas outras formas de capital nada mais é do que a compensação pela sua iliquidez, relativa à moeda, que é tomada como referência. (CARVALHO, 2005, p. 325)

Esse pressuposto de Keynes, a *preferência pela liquidez*, argumenta que a taxa de juros tem a função de medir o grau de apego que os detentores possuirão, a cada momento, pela segurança que a posse de um ativo com a liquidez que a moeda tem oferece. “A taxa de juros mede, assim, o custo de oportunidade da moeda, o valor de sua liquidez relativa.” (CARVALHO, 2005).

Dada a diferença de atributos de liquidez que as caracterizam, as diversas classes de ativos não são substitutas perfeitas entre si, fazendo com que a alteração na disponibilidade de moeda (e dos termos em que ela se torna disponível) faça o preço dos outros ativos variarem. A mudança no preço dos outros ativos, por sua vez, segundo Carvalho (2005) induz modificações na composição desejada da riqueza, não apenas financeira, mas também de ativos reais, já que todos os ativos compartilham a função comum de servir como veículos para acumulação de riqueza. Assim sendo, as relações financeiras podem ser avaliadas em termos de *cash flow*<sup>13</sup> que se estabelecem pelos contratos e de objetivos desses mesmos contratos.

A teoria keynesiana, reinterpretada pelos pós-keynesianos, sustenta que o comportamento do sistema, tanto em seus aspectos de detalhe (preços relativos, produções particularidades), quanto em suas dimensões globais (emprego, produto nacional, nível de preços), depende da estrutura financeira. Não existe a divisão entre o que os teóricos ortodoxos chamam de "real" e "nominal".

A teoria de Keynes trata de preços de ativos, do nível dos preços e da solvabilidade dos bancos e das empresas; a teoria dos juros em termos da preferência pela liquidez é realmente uma teoria da determinação dos preços dos ativos em uma economia capitalista. (COSTA, 1991, p. 60).

Essa teoria econômica de Keynes, aberta à incorporação de detalhes referentes às disposições institucionais das finanças, forneceria uma visão teórica e um conjunto de proposições que explicam como se desenvolve a *fragilidade financeira*.

---

<sup>13</sup> Representa o excedente financeiro líquido da atividade anual (soma do lucro apurado com os custos que não implicam desembolso). É, portanto, uma definição equivalente à de meios libertos totais retidos (autofinanciamento).

### **3. A RELAÇÃO CRÉDITO E TAXA DE INVESTIMENTO NACIONAL NO BRASIL PÓS-REAL**

Com intuito este estudo, rejeitando a teoria neoclássica, adotou como verdade os princípios keynesianos e pós-keynesianos, apresentados no capítulo anterior, afirmando que numa economia os lucros motivam e recompensam os negócios, que eles funcionam no sentido de validar o passado e induzir o futuro; que o produto do investimento deve ser financiado enquanto é produzido, e que por financiar um investimento o efeito multiplicador resulta em um nível de renda e, por conseguinte, poupança que, por sua vez, são fatores determinantes e essencialmente fundamentais para que haja crescimento econômico. E dependendo da aplicação desse resultado, desenvolvimento. Assim, Teixeira (2004, p. 10) reafirma, completando:

O aumento do investimento é essencial para o desenvolvimento de qualquer nação, pois é dele que resulta a ampliação da capacidade produtiva, a elevação da taxa de crescimento, a modernização tecnológica e incorporação do progresso técnico, e maior oferta de trabalho, com conseqüente melhora dos salários reais. Os investimentos produtivos e na infra-estrutura são necessários para a reativação do crescimento econômico, da renda e do emprego de forma sustentável.

Logo, se é perceptível os prós que se colhe do produto resultante do crescimento econômico (no que se refere ao aumento do nível de bem-estar de um país), fica evidente que essa dinâmica endógena dos agentes econômicos tem papel determinante para que tal aconteça e que é de fundamental importância a existência do financiamento do investimento (mantendo em movimento contínuo e saudável o circuito keynesiano), sendo o sistema financeiro parte intrínseca para o funcionamento natural dessa biologia econômica, a viabilização do investimento, financiando-o.

#### **3.1. Um Breve Histórico da Estrutura do SFB e as Relações Financeiras**

A partir dos anos 50, solidificaram-se as posições brasileiras, e aos poucos seu potencial econômico deu saltos. Os bancos se propagaram e, com eles, uma primitiva atividade empresarial para conduzi-los. Tendo nesse período, segundo Fortuna (2008),

mais de quinhentas matrizes bancárias funcionando. Onde, em 1945, através do Decreto-Lei 7.293 a conhecida Sumoc (Superintendência da Moeda e do Crédito), em substituição de critérios já inadequados de fiscalização, que passaram a exercer o controle do mercado monetário. Esse mesmo decreto criou, como instrumento de controle de crédito e dos meios de pagamento, o depósito bancário. Dessa maneira, inúmeros bancos fecharam suas portas e outros tantos “desapareceram” através de fusões e incorporações. Saneando e, ao mesmo tempo, concretizando o Sistema Financeiro Nacional (SFN).

A Reforma bancária de 1964 (Lei de 4.595, de 31/12/64) e a Reforma do Mercado de Capitais (Lei 4.728 de 14/07/65) definiram uma política que procurava acabar com a controvérsia relativa às instituições financeiras, ou seja, evolução no sentido europeu, pela qual os bancos eram as principais peças do sistema financeiro, operando em todas as modalidades de intermediação financeira, ou adoção de modelo americano, no qual predominava a especialização, explica Fortuna (2008).

Por tais normas, o banco ficaria com o segmento de capital de giro e outras operações de curto prazo. Existindo as empresas de crédito, financiamento e investimento desde 1959, porém em seguida, 1965 e 1969, surgiram os bancos de investimento, e as associações de poupança e empréstimo, respectivamente.

Já na área oficial, desde 1951, temos o BNCC (Banco Nacional de Crédito Cooperativo), e o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) desde 1952. O BNH (Banco Nacional de Habitação), criado em 1964, juntamente com o BNCC foram absorvidos, formando a Caixa Econômica Federal.

O Banco do Brasil, dentre seus conturbados longos anos de existência, transformou-se em um banco comercial misto, operando também em longo prazo, enquanto bancos da Amazônia (reorganizado em 1966) e do Nordeste (criado em 1962) passaram a exercer funções típicas de bancos comerciais e de agentes da Sudam<sup>14</sup> e da Sudene<sup>15</sup>, respectivamente, estas duas últimas extintas por decreto em 2001.

Mas em virtude de condicionamentos econômicos e, “em especial, da necessidade de buscar economia de escala e melhor racionalização do sistema, os bancos passaram a assumir o papel de líderes de grandes conglomerados, onde atuam,

---

<sup>14</sup> Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia, criado pelo Governo Federal com a finalidade de promover o desenvolvimento da região amazônica, gerando incentivos fiscais e financeiros especiais para atrair investidores privados, nacionais e internacionais.

<sup>15</sup> Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste, criado pelo Governo Federal com o mesmo intuito da Sudam, de promover o desenvolvimento da região amazônica, gerando incentivos fiscais e financeiros especiais para atrair investidores privados, nacionais e internacionais.

coordenadamente, todas as modalidades de instituições financeiras.” (FORTUNA, 2008). Sendo esta, a atual estrutura básica do sistema financeiro, resultado dessa reforma institucional, criando no biênio 64/65 o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN), além da regulamentação das diferentes instituições de intermediação entre as quais, as integrantes do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Posteriormente foi incorporada ao quadro institucional do sistema a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pela Lei 6.385, de 07/02/76.

Ao final da década de 80, a Resolução 1.524, de 22/09/88, delegar à organização das instituições financeiras como instituição única de personalidade jurídica própria, vulgarmente denominada banco múltiplo.

Segundo Fortuna (2008, p. 4)

O processo de globalização, a abertura econômica e o Plano Real provocaram, em seu conjunto, com o apoio do PORER<sup>16</sup>, do PGC<sup>17</sup>, do PROES<sup>18</sup> e da adesão do Brasil aos Acordos de Basiléia<sup>19</sup>, um processo de saneamento, privatização e fusão de instituições bancárias que, atualmente, no início do século XXI, podemos dizer que inicia uma revolução nos métodos e práticas de nossa atividade bancária, sem dúvida, para melhor.

Além disso, após o Plano Real, com o fim dos ganhos fáceis do *floating*<sup>20</sup>, os bancos brasileiros precisaram buscar novas fontes de receita. O *floating* funcionava como uma espécie de denominador comum, principalmente para bancos de varejo, com grande rede de agências e muitos clientes pessoas físicas. “O ganho era o mesmo para

<sup>16</sup> O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional foi criado pela Resolução 2.208, em 03/11/95, e compreendia uma linha assistência financeira, com o objetivo de estimular a reestruturação de bancos.

<sup>17</sup> “Em novembro de 1995, o Estatuto e Regulamento da nova entidade são aprovados. Cria-se, portanto, o **Fundo Garantidor de Créditos - FGC**, associação civil sem fins lucrativos, com personalidade jurídica de direito privado, através da Resolução 2.211, de 16.11.1995 - com nova redação dada pela Resolução 3.024/02, estabelecendo-se o sistema de garantia de depósitos no Brasil.” (www.fgc.org.br)

<sup>18</sup> O Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária, criado através da Resolução 2.365 do CMN, tinha como objetivo, segundo Carvalho (2001), reestruturar a carteira de ativos e/ou do passivo de bancos estaduais; e levantar os passivos de instituições bancárias estaduais junto ao público, por parte de instituições financeiras federais.

<sup>19</sup> Acordo de Basiléia ou Basiléia I, foi um acordo firmado em 1988, na cidade de Basiléia (Suíça), por iniciativa do Comitê da Basiléia e ratificado por mais de 100 países. Este acordo teve como objetivo criar exigências mínimas de capital, que devem ser respeitadas por bancos comerciais, como precaução contra o risco de crédito. E em 2004, para substituir o acordo de Basiléia I, o Basiléia II fixa-se em três pilares (Capital, Supervisão e, Transparência e Disciplina de Mercado) e 25 princípios básicos sobre contabilidade e supervisão bancária.

<sup>20</sup> “A aplicação privilegiada dos recursos dos correntistas a taxas que chegavam a ser 80% ao mês, na época da inflação desenfreada.” (FORTUNA, 2008).

todos e não requeria qualquer esforço e nem mesmo competência. Bastava depósitos à vista.” (FORTUNA, 2008).

Nesse processo de globalização e reestruturação, e, também, com a entrada de novos competidores estrangeiros, a arma para ganhar mercado e manter o cliente foi mudar a estratégia de atendimento e partir para o aumento da oferta e produtos e serviços. Passando a segmentar a clientela de acordo com, por exemplo, a faixa de renda. Essa classificação possibilitou identificar hábitos e características comuns entre os que utilizam determinado produto, permitindo ao banco oferecê-lo a quem, enquadrando-se no mesmo padrão, ainda não o tivesse utilizado. Assim, a ação mercadológica se torna mais eficiente e permite elevar o volume de produtos adotados por um mesmo cliente. De acordo com Fortuna (2008) o fator fundamental, mais recente ao surgimento de novos produtos foi a introdução do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), além das Transferências Eletrônicas Disponíveis (TED) e dos boletos eletrônicos de cobrança, ambos compensados em real, surgiram mecanismos mais arrojados, eficientes e menos arriscados para a gestão de caixa das empresas.

Logo, de maneira geral, a tecnologia bancária facilita o desenvolvimento de novos produtos. Os bancos deverão sempre estar em processo auto-avaliação, de suas atividades, seu posicionamento mercadológico, seus mercados-alvo, de seus custos e benefícios e dos seus resultados operacionais *vis-à-vis* os riscos envolvidos.

O conjunto de mercados financeiros, definidos em função das classes de ativos transacionais, as instituições financeiras participantes, as inter-relações entre eles e os regulamentos e regras de intervenção do poder público na organização e supervisão das operações definem um sistema financeiro. Sistemas financeiros satisfazem três grandes demandas:

Canalizar recursos gerados pelas unidades superavitárias para as deficitárias, permitindo à economia um uso mais eficiente de seus recursos, maximizando sua capacidade de crescimento e de manutenção do emprego e do bem-estar da população; organizar e operar os sistemas de pagamentos da economia, essenciais para o adequado funcionamento de todos os mercados da economia; criar os ativos no volume e no perfil necessários para satisfazer às demandas dos poupadores por meios de acumulação de riqueza. (CARVALHO, 2007, p. 212).

Esses sistemas são definidos fundamentalmente pela sua estrutura, isto é, pelo modo como se dá a interação entre mercados e as instituições financeiras. Essas



estruturas são, por sua vez, o resultado de dois conjuntos de influência. De um lado, encontramos os determinantes técnicos da atividade financeira, como o desenvolvimento de sistemas modernos de contabilidade financeira ou a possibilidade de aplicação de inovações tecnológicas desenvolvidas nos setores com que operam os sistemas financeiros à homogeneização das estruturas financeiros. Esses fatores, segundo Carvalho (2007), aumentam a eficiência com que operam os sistemas financeiros e acentuam eventuais vantagens que um tipo de estrutura possa ter sobre outros, imprimindo uma tendência à homogeneização das estruturas financeiras.

Já nas relações financeiras, fundamentalmente duas classes de agentes interagem nesse mercado: os agentes carentes de recursos para investimento e agentes capazes de gerar poupança e, conseqüentemente, em condições de financiar o crescimento da economia.

Por agentes carentes de recursos, ou agentes deficitários, entende-se aqueles que assumem uma posição de tomadores no mercado, isto é, que despendem em consumo e investimento valores mais altos que suas rendas. Os agentes superavitários, por seu lado, são aqueles capazes de gastar em consumo e investimento menos do que a renda auferida, formando um excedente de poupança. (ASSAF NETO, 2004, p. 36).

Portanto, envolvem a negociação de contratos em que se registram obrigações ativas e passivas por parte de unidades superavitárias e deficitárias, respectivamente. Em outras palavras, ambos os agentes estão pesando a rentabilidade (ou a satisfação no caso do emprestador) do empréstimo e do objeto cuja compra se quer financiar (por parte do devedor, ou tomador do empréstimo) diante dos riscos que cada um avalia estar envolvido no negócio e das garantias a que pode abrir mão.

Os ativos financeiros se diferenciam pelos riscos que envolvem, pelo perfil de retornos que oferecem, pela complexidade das disposições que regulam o comprimento das obrigações e pelas garantias que cercam o seu serviço. Por estas razões, quando temos que analisar a operação dos mercados financeiros existentes na realidade, temos que reconhecer que há vários tipos de mercado a serem considerados, e que tipos diferentes serão mais adequados a classe de ativos específicas, alerta Carvalho (2007).

Se distinguirmos os mercados pela natureza da transação financeira e do contrato resultante, encontramos os *mercados de crédito* e *mercados de títulos*. Outra distinção é baseada na origem dos ativos, temos então, os *mercados primários* e *mercados secundários*. Uma terceira dicotomia separa *mercados públicos* e *mercados privados*,

referindo-se a identidade de qualquer parte interessada. De acordo com o papel exercido pelas instituições financeiras, temos o que se chama *intermediação financeira* e *desintermediação financeira*. E finalmente, atualmente há mercados que transacionam recursos financeiros e outros em que são negociados riscos, chamados *mercados de recursos* e *mercados de riscos*.

As distinções apresentadas não são meramente excludentes. Na verdade, elas servem para caracterizar os mercados de acordo com diferentes critérios e ponto de vista.

Relações financeiras são estabelecidas sempre que um agente econômico é capaz de transferir o comando sobre os recursos para terceiros, contra o reconhecimento de uma obrigação (e de seu serviço) por parte do beneficiário. Esta transferência habilita o beneficiário a implementar planos de gasto que seriam inviáveis em qualquer outra circunstância. “Ela serve, assim, para viabilizar a separação entre quem possui comando sobre a renda e quem vai utilizá-la efetivamente. A mais simples e fundamental forma de relação financeira conhecida é o crédito.” (CARVALHO, 2007). Sendo esta a relação financeira foco de nosso estudo e análise no capítulo 4.

A relação de crédito se estabelece basicamente quando um agente empresta recursos a outro, por um prazo determinado e é remunerado por isto através do pagamento de juros. Já disse Schumpeter que a característica mais distinta do capitalismo reside exatamente no desenvolvimento de sistemas de crédito, afirma Carvalho (2007). E segue citando que Keynes escreveu que a construção de um sistema de contratos em moeda, pelos quais se transfere recursos de um agente para outro e se definem as obrigações de cada parte, é o que separa a civilização moderna de formas mais primitivas e menos eficientes do ponto de vista produtivo de organização social.

De acordo com o COSIF<sup>21</sup>, na classificação das operações de crédito, pelos diversos títulos contábeis, deve-se ter em conta: a) a aplicação dada aos recursos, por tipo ou modalidade de operação; b) a atividade predominante do tomador do crédito. E as operações de crédito distribuem-se segundo as seguintes modalidades: a) empréstimos - são as operações realizadas sem destinação específica ou vínculo à comprovação da aplicação dos recursos. São exemplos os empréstimos para capital de giro, os empréstimos pessoais e os adiantamentos a depositantes; b) títulos descontados

---

<sup>21</sup> Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional está no site do Banco Central do Brasil. Cada uma das Normas Básicas publicadas no COSIF tem endereçamento para a correspondente norma publicada pelo Banco do Brasil.

- são as operações de desconto de títulos; c) financiamentos - são as operações realizadas com destinação específica, vinculadas à comprovação da aplicação dos recursos. São exemplos os financiamentos de parques industriais, máquinas e equipamentos, bens de consumo durável, rurais e imobiliários.

Por fim, chegamos ao conceito de que as relações financeiras servem para *alavancar* o desenvolvimento econômico, permitindo uma alocação de recursos muito mais eficiente do que aquela que resultaria previamente.

### **3.2. O Período 1994-2002: a luta pela estabilização**

As dificuldades da economia brasileira ao longo do período de 1974 a 1984 ocorreram em meio a um cenário externo por diversos choques, entre eles, dois fortes: aumentos do preço do petróleo no mercado internacional (1973 e 1979) e o aumento dos juros norte-americanos entre 1979-82. “Diante da significativa dependência do Brasil à importação de petróleo e bens de capital e do elevado endividamento externo do país à época, esses choques condicionaram decisivamente a política econômica brasileira no período de 1974-84, exigindo política de ajuste externo.” (HERMANN, 2005). Os distintos modelos de ajuste externo adotados nos governos Geisel e Figueiredo explicam grande parte das diferenças de desempenho da economia ao longo desse período.

No período de 1974 a 1980 devido ao novo cenário internacional, o governo se deparou com duas opções. A primeira era desvalorizar o câmbio e conter a demanda interna para evitar a inflação. A segunda era ganhar tempo para ajustar a oferta, aproveitando o financiamento externo abundante. O governo optou pela segunda alternativa, através da manutenção do crescimento, com reestruturação na oferta.

Houve erros de avaliação relacionados à trajetória futura dos juros e ao comércio internacional, porém, os objetivos de reestruturação da oferta foram atingidos, tendo redução do coeficiente de importações, sem reduzir o de exportações; e as despesas de investimento foram internalizadas. Também, houve deterioração da situação financeira do Estado, endividamento do setor público, fadiga dos instrumentos de ação do governo sobre a economia. Isto foi em grande parte, origem da crise dos anos 80.

Os Planos Cruzado, Bresser e Verão não foram mais do que represamentos temporários da inflação. Até mesmo após a queda proporcionada pelo último programa de estabilização (Plano Verão, em janeiro de 1989), no segundo semestre de sua implantação, já se percebia o retorno do aumento a taxas de 20% ao mês. Uma vez que os fatores que poderiam ser considerados foco das pressões inflacionárias não foram solucionados ou simplesmente atacados, sendo quaisquer dos conflitos distributivos de renda ou os desequilíbrios estruturais da economia, como a dívida externa ou o déficit público.

Assim, o desequilíbrio das contas do governo se agravou e a política monetária foi predominantemente acomodatória nos três planos. Com isso, o setor empresarial passou a se defender com maior agilidade e eficiência quaisquer ameaça de defasagem, ou defasagem efetivamente, dos preços em relação aos custos. Enquanto os trabalhadores protestavam sua insatisfação quanto ao poder de compra, constantemente decadente, restando apenas ao governo promover desindexações e, em seguida, administrar as inevitáveis acelerações da inflação. Os choques de estabilização ocasionados pelos represamentos temporários dos Planos se mostraram mais prejudiciais que os efeitos da inflação que pretendiam eliminar. Em primeiro lugar, porque os sucessivos congelamentos perderam a eficácia como instrumentos de combate à inflação, tanto na abrangência do escopo quanto na duração, tornando-se mais curtos. Em segundo lugar, porque com a ameaça ou a consolidação de uma nova escalada inflacionária, os agentes econômicos procuram defender suas participações na renda, incrementando suas remunerações e praticando reajustes mais frequentes, sendo exatamente o que sobreimpulsionava a inflação e, inevitavelmente, um novo choque. E, em terceiro lugar, porque as bruscas variações das taxas de inflação nos ciclos “congelamento/flexibilização” provocaram redistribuições da renda que, com o aumento da incerteza, acabaram tendo reflexos negativos sobre as decisões de investimento, afetando o lado real da economia.

De fato, o seqüestro de liquidez realizado no plano Collor I (1990) gerou uma forte retração da economia, de cerca de 4,3% no ano, particularmente na indústria, uma queda de 8,2%. A retração da indústria no plano Collor I se deu em todas as categorias, mas foi especialmente forte no setor de bens de capital, que só veio a se recuperar em 1993. O crescimento dos juros reais provocou, por sua vez, uma forte contração nas vendas de bens de consumo duráveis. Em 1992, essa categoria apresentou uma queda expressiva de 13% em relação ao período anterior.

Em 1993-94, a economia apresentou, finalmente, taxas significativas de crescimento (4,9%, em 1993, e 3,9% em 1994). Esse crescimento esteve associado à recuperação da indústria, mas também ao bom resultado da agropecuária em 1994 (5,5%), contribuindo para a queda da inflação. Outros fatores que contribuíram certamente para o crescimento do PIB no biênio foram a existência de uma demanda reprimida, agora “livre”; certa flexibilidade da política monetária em 1993, e a oportunidade de renovar o parque industrial (bens de capital), devida as novas oportunidades de financiamento provocados pela própria estabilização. Mesmo tendo os juros permanecidos bem acima dos níveis internacionais, as vendas de duráveis apresentaram alta correlação com a renda no biênio.

E quanto o comportamento da inflação, nesse período de 1990-93, as taxas seguiram o padrão que já vinham apresentando nas tentativas de estabilização da Nova República. Imediatamente após a introdução de um plano, a taxa de inflação caía vertiginosamente para depois voltar a se acelerar. A rigor, antes da introdução do Plano Collor I, o Brasil estava tecnicamente vivendo uma hiperinflação, e com o Collor I as taxas que ultrapassavam 80% ao mês, passou para 10% ao mês, mas voltando a dobrar em 1991. Com o Plano Collor II, no início de 1991, a inflação caiu para voltar a se acelerar continuamente nos meses subsequentes.

Pode-se dizer que antes da entrada em vigor do Real houve uma clara melhora das contas públicas. Como no plano Collor I, que ao introduzir novos tributos e aumentar alíquotas, provocou uma melhora significativa nas contas primárias, que passaram de um déficit de 1% do PIB, em 1989, para um superávit de 2,3% em 1990. Mas os dois planos realizados no governo Collor, tal como os da década anterior, fracassaram no que diz respeito a alcançar uma estabilidade duradoura de preços.

A estabilização veio somente através do Plano Real, uma estratégia de estabilização dividida em três fases: ajuste fiscal, desindexação e âncora nominal; que acabou por se firmar como âncora cambial. Um conjunto de fatores fizeram com que o Plano Real obtivesse sucesso, sendo em primeiro lugar, as condições externas para a estabilização, eram muito melhores em 1994 do que nos anos 80. Havia abundância de liquidez internacional e um elevado volume de reservas que, somados ao fato da economia brasileira se encontrar mais aberta nos anos 90, foram fundamentais para assegurar a eficácia da âncora cambial, introduzida após o lançamento do real. Em segundo lugar, a estratégia da Unidade de Real de Valor (URV) provou ser muito superior à de desindexação via congelamento de preços. Em terceiro lugar, o governo

contava com o apoio político do Congresso e uma perspectiva de continuidade com o presidente FHC, mas não vem ao caso deste presente estudo.

O fato é que o Plano Real marcou o início de importantes transformações no sistema financeiro brasileiro. Houve uma redução no número de instituições em praticamente todos os segmentos, exceto entre os bancos de investimento, as cooperativas de crédito e em novas atividades, como, por exemplo, companhias hipotecárias, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempreendedor, cita Cintra (2006).

Entre 1995 e dezembro de 2002, houve uma redução de 62 bancos múltiplos, 12 bancos comerciais, 66 sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, 182 sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, 86 consórcios. Isso significa que 437 instituições financeiras desapareceram, mediante diferentes processos de fusões e aquisições, transferência de controle acionário e intervenção ou liquidação por parte do Banco Central. (CINTRA, 2006, p. 293).

Por sua vez, o número de bancos de investimento aumentaram, juntamente com as sociedades de crédito, financiamento e investimento; e, as cooperativas de crédito. Foram criadas novas instituições em novos segmentos, tais como companhias hipotecárias, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempreendedor.

Com relação ao setor bancário, o fim da inflação alta e crônica (ver Gráfico 4) e a redução das receitas proveniente do *floating* de recursos, previamente tratado no capítulo anterior, promoveram uma alteração profunda no ambiente macroeconômico, modificando as perspectivas de rentabilidade e as estratégias de concorrência dessas instituições.

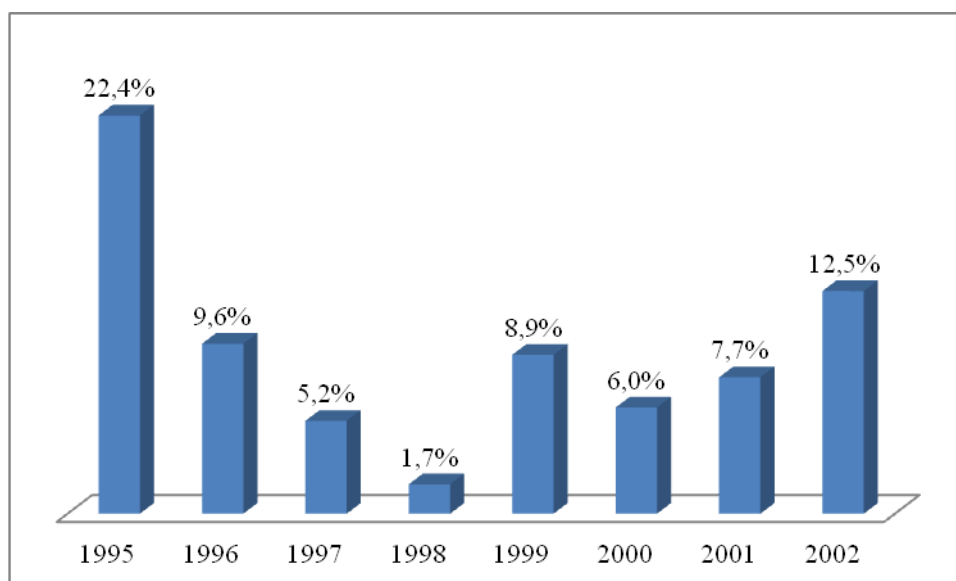


Gráfico 3. Evolução da inflação – IPCA – no início do Plano Real (% a. a.).  
Fonte dos dados brutos: IPEADATA.

Assim, passaram a promover políticas ativas de expansão dos empréstimos, sobretudo de curto prazo, beneficiando-se do aumento da demanda real por crédito.

O estado de confiança criado pela expectativa de estabilização dos preços levou os consumidores, sobretudo os de renda mais baixa, a ampliar a demanda por bens de consumo duráveis, devido ao aumento real e a preservação do poder de compra dos salários associados à queda da inflação. (CINTRA, 2006, p. 294).

A expansão da demanda por bens de consumo duráveis desencadeou o crescimento da demanda por crédito dos setores comercial e industrial (ver Gráfico 5). A ampliação do grau de abertura financeira e as condições internacionais de liquidez viabilizam o acesso dos agentes financeiros domésticos ao *funding* externo, favorecendo, por sua vez, a expansão dos empréstimos.

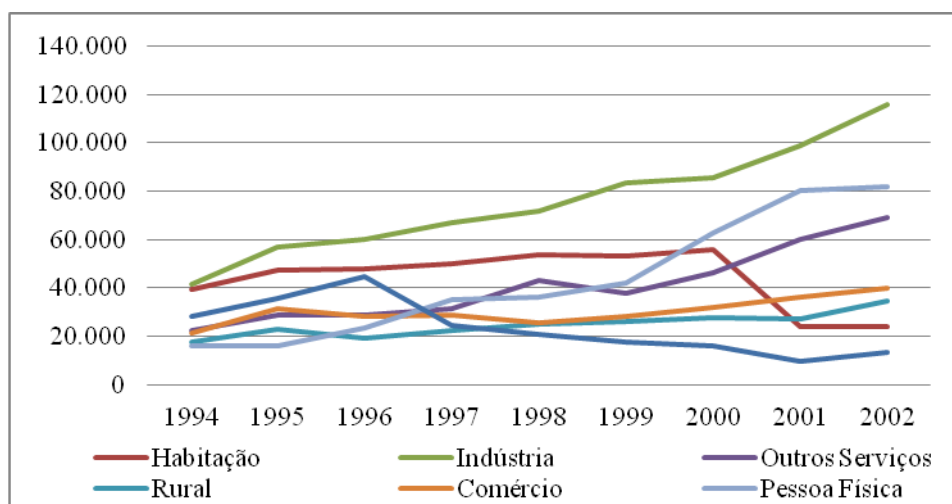


Gráfico 4. Operações de Crédito por atividade (R\$ milhões).  
Fonte dos dados brutos: IPEADATA.

Nesse contexto de expansão creditícia, o governo procurou conter as pressões inflacionárias associadas com o aumento da demanda, implementando um conjunto de medidas restritivas, mantendo as de taxas de juros reais e o nos percentuais dos depósitos compulsórios bastante elevados. Encarecendo o crédito devido a contração da liquidez, resultante dessas medidas. No entanto, não surtiu efeito na contenção da demanda e, obviamente, da oferta de crédito.

O volume de empréstimos do sistema financeiro ao setor privado e, em particular, ao segmento de pessoas físicas aumentou significativamente. O montante de empréstimos destinados ao comércio e a indústria também cresceu, como reflexo das expectativas favoráveis em relação ao desempenho da economia em condição de estabilidade dos preços e de câmbio. (CINTRA, 2006, p. 295).

Para impedir a eclosão de uma crise bancária sistêmica, o governo implementou um conjunto de medidas: criou o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer – Medida Provisória 1.179, de 3 de novembro de 1995, e Resolução do CMN n. 2.208, da mesma data); regulamentou o Fundo Garantidor de Créditos (Resolução do CMN n. 2.211, de 16 de novembro de 1995); e aumentou o capital mínimo para abertura de novos bancos (Resolução 2.212, de 16 de novembro de 1995), cita Cintra (2006). Foram ampliados ainda os poderes de intervenção do Banco Central em instituições com problemas de insolvência e iliquidez



por meio da Medida Provisória<sup>22</sup> n. 1.812/1995 (Lei n. 9.447, de 14 de março de 1997). Na Resolução 2.682, de 21 de dezembro de 1999, O Acordo de Brasília introduziu um sistema de classificação das exposições de crédito em nove níveis, sendo que cada nível de risco estaria associado a um percentual de provisão.

Além disso, o governo procurou estimular o ingresso de instituições estrangeiras no setor bancário nacional, que era legalmente vedada, até então. A expansão dos bancos estrangeiros foi acompanhada por um relativo encolhimento do segmento privado nacional, mas em maior proporção do segmento público (excluindo o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e o BNDES). Por sua vez, os bancos nacionais desencadearam ações reativas, acompanhando os desdobramentos do sistema.

[O]s bancos modificaram suas próprias estratégias, adotando novas tecnologias, criando novos produtos (inovações financeiras) e explorando novos mercados. Os três maiores bancos privados nacionais (Bradesco, Itaú e Unibanco) ampliaram seus níveis de internacionalização, passando a ter mais de 20% dos seus ativos totais no mercado. (CINTRA, 2006, p. 300).

O ajuste externo dos anos 80 havia levado a economia de um déficit em transações correntes de 6%, em 1982, para uma situação de relativo equilíbrio. Mas, sofrendo uma grande e rápida deterioração a partir de 1995. E entre 1996 e 2001, o Brasil acumulou déficits anuais médios da ordem de 4% do PIB, nível extremamente elevado. Sendo que parte dessa deterioração deveu-se à retomada dos pagamentos de amortizações e juros, em consequência da renegociação da dívida externa. Entretanto, a parcela mais relevante do déficit em transações correntes foi fruto de forte deterioração do saldo comercial, nos anos em que o regime cambial foi fixo, ou seja, entre 1995 e 1999.

As dificuldades atravessadas pela economia brasileira entre 1995 e 2002 provocaram fortes variações nas reservas internacionais e nas taxas de juros e de câmbio.

As reservas líquidas ajustadas mostraram movimentos bruscos de redução em quatro diferentes momentos nesses sete anos, durante a crise do México (1995), a crise da Ásia (1997), as crises da Rússia e do Brasil (1998-1999) e as eleições presidenciais brasileiras de 2002. Ao longo do período de regime cambial relativamente fixo (1995- 1998), a resposta do governo à perda

---

<sup>22</sup> Essa medida permite à autoridade monetária exigir das instituições com problemas de iliquidez, previamente à decretação da intervenção e da liquidação extrajudicial, a realização de aportes de capital ou a transferência do controle acionário e/ou a reorganização societária mediante fusões, incorporações e cisões.

acelerada de divisas foi elevar a taxa de juros de curto prazo (Selic) para tentar impor perdas aos investidores externos em fuga. (TORRES, F. H. E. T; PUGA, F. P, 2007, p. 15).

A Selic foi elevada a mais de 60% ao ano em 1995 e a mais de 40% ao ano nas crises de 1997 e 1998-1999. As duas outras acelerações que ocorreram a partir do regime de câmbio flutuante atingiram picos bem mais baixos: 26,5% e 19,8% ao ano.

O relaxamento da âncora cambial, no início de 1999, trouxe preocupações quanto ao recrudescimento do processo inflacionário. A principal consequência da substituição do regime monetário subordinado à âncora cambial pelo de metas de inflação foi a redução tanto do nível como da volatilidade das taxas de juros. A evolução das taxas de juros e de câmbio entre janeiro de 1995 e agosto de 2003, evidencia que a taxa primária de juros passou a apresentar menor nível e menor volatilidade após a tríplice mudança<sup>23</sup> de regime em 1999. Ao mesmo tempo, a taxa de câmbio passou a absorver os choques externos e, portanto, tornou-se mais volátil que no regime anterior.

De acordo com Oliveira e Turolla (2003), a recuperação do país diante da crise de 1999 desmentiu as previsões mais pessimistas. Não houve ruptura na rolagem da dívida pública; a inflação ao consumidor acumulada em doze meses não saiu da casa de um dígito e o PIB, como se confere no Gráfico 6.

---

<sup>23</sup> No período de 1995 a 1998, o esforço de estabilização veio acompanhado de desequilíbrios fiscais e externos, e para a da reversão promoveu-se a chamada tríplice mudança de regime, envolvendo os regimes cambial, monetário e fiscal.

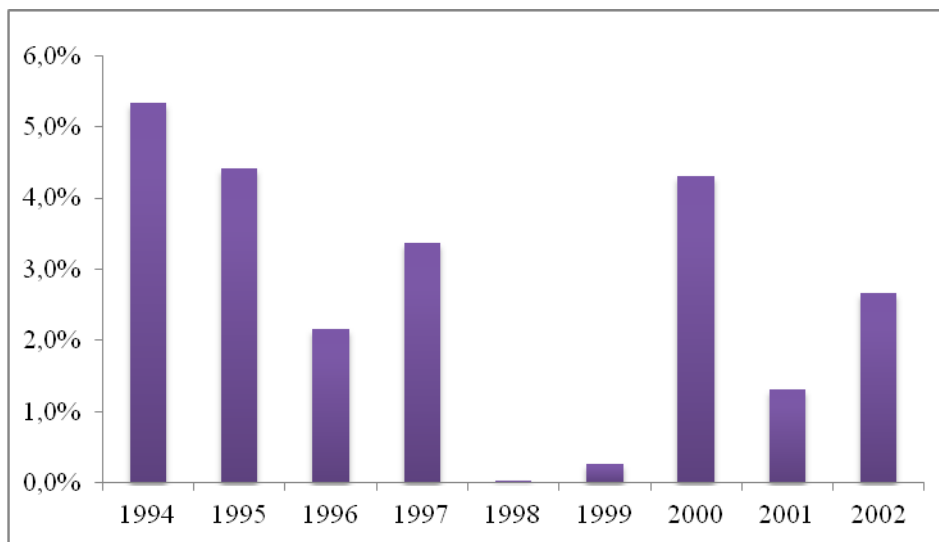


Gráfico 5. Variação real do Produto Interno Bruto brasileiro (% a. a.).  
Fonte dos dados brutos: IBGE.

Após a recuperação da crise cambial, verificou-se um período de relativa estabilidade financeira que atravessou o ano 2000. A reversão do bom momento vivido pela economia brasileira foi causada por uma combinação de choques adversos nos terrenos externo e doméstico<sup>24</sup>. Tal sucessão de eventos depreciou fortemente o câmbio e fez retrair os investimentos produtivos.

Não seria exagero afirmar que, no período de 1999 a 2002, a tríplice mudança de regime contribuiu para criar as bases para um novo ciclo de crescimento, interrompido com a seqüência de choques que se sucederam em 2001 e 2002, com destaque para a crise do "apagão", para o ambiente internacional desfavorável e para as conseqüências da tensão pré-eleitoral doméstica. Entre os principais desafios subjacentes à necessidade de retomada do crescimento econômico sustentado está a recuperação da capacidade produtiva por meio de um ciclo de investimentos. Entre os vários indicadores que mostram essa recuperação, pode-se observar o *quantum* do consumo aparente de máquinas, que mostrou forte incremento a partir do Plano Real, sofreu os efeitos da crise de 1999, mas se recuperou até o nível próximo ao seu pico histórico, atingido em 1997. A crise de 2002 representou novo golpe no consumo aparente de máquinas, que pode ser considerado como *proxy* do nível de investimento agregado. (OLIVEIRA, G.; TUROLLA, F., 2003).

<sup>24</sup> A crise de oferta de energia elétrica ("apagão"), a desaceleração da economia norte-americana, a crise da economia argentina, os atentados de 11 de setembro e os escândalos contábeis que afetaram empresas norte-americanas.

A evolução dos investimentos no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (FHC) pode também ser observada por um indicador mais amplo, a Formação Bruta de Capital Fixo.

Tabela 1. Valores Correntes da Formação Bruta de Capital Fixo e dos Segmentos de Composição (R\$ milhões).

	FBCF	Composição da FBCF		
		Construção	Máquinas e Equipamentos	Outros
1994	R\$ 72.453,28	R\$ 46.898,29	R\$ 21.049,31	R\$ 4.505,69
1995	R\$ 129.296,71	R\$ 56.639,50	R\$ 62.148,86	R\$ 10.508,35
1996	R\$ 142.381,83	R\$ 69.250,50	R\$ 62.619,61	R\$ 10.511,72
1997	R\$ 163.133,85	R\$ 81.063,73	R\$ 70.576,16	R\$ 11.493,96
1998	R\$ 166.174,06	R\$ 86.625,11	R\$ 68.049,20	R\$ 11.499,75
1999	R\$ 166.746,36	R\$ 88.289,48	R\$ 64.880,08	R\$ 13.576,81
2000	R\$ 198.151,00	R\$ 98.305,00	R\$ 84.641,00	R\$ 15.205,00
2001	R\$ 221.772,00	R\$ 103.070,00	R\$ 101.662,00	R\$ 17.040,00
2002	R\$ 242.162,00	R\$ 114.517,00	R\$ 107.339,00	R\$ 20.306,00
2003	R\$ 259.714,00	R\$ 114.768,00	R\$ 121.550,00	R\$ 23.396,00

Fonte dos dados brutos: IBGE e IPEADATA.

De acordo com a Tabela 1, a FBCF em valores correntes nesse período, fica evidente esse comportamento, principalmente, se relacionando o volume de cada segmento e o volume absoluto com o do ano que precede. É perceptível, como no caso de máquinas e equipamentos, o valor é inferior ao do ano anterior, e o pouquíssimo aumento nos montantes dispendidos em construções e em outros.

O Gráfico 7 ilustra que em três momentos houve desaceleração. Como afirma Oliveira e Turolla (2003), a série sofreu um impacto negativo no segundo mandato de FHC, com a crise da desvalorização de 1999, os choques de 2001, com destaque para a "crise do apagão"; e a tensão pré e pós-eleitoral de 2002. No Gráfico 8, percebe-se que já em 2003, o nível da série retornou ao patamar prevalecente no começo do Plano Real, quando os efeitos benéficos da estabilização e do novo ambiente da economia brasileira ainda não podiam ser plenamente sentidos no ritmo dos investimentos.

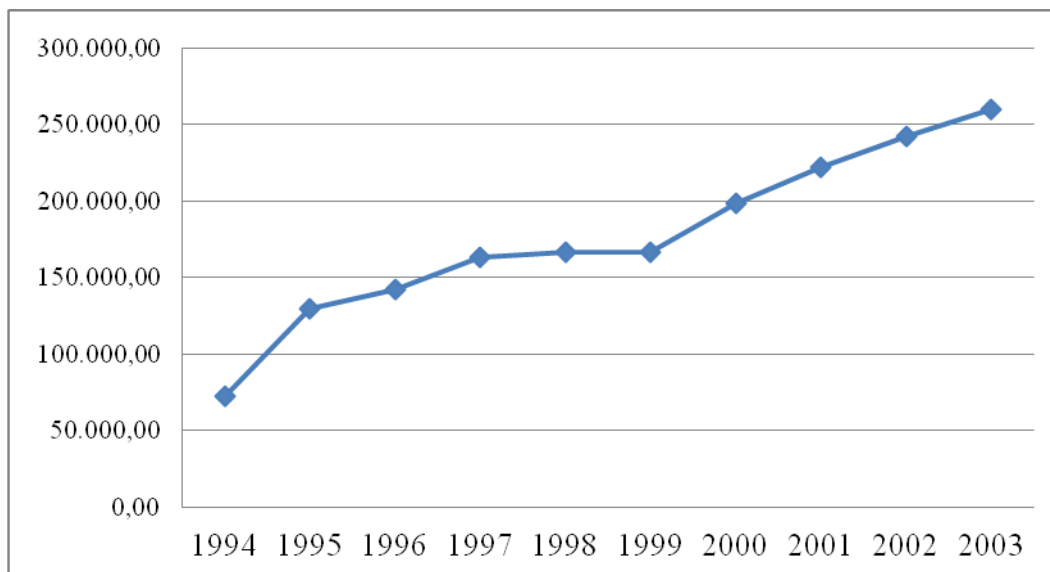


Gráfico 6. Comportamento do Volume de FBCF frente aos choques (R\$ milhões).  
Fonte dos dados Brutos: IBGE e IPEADATA.

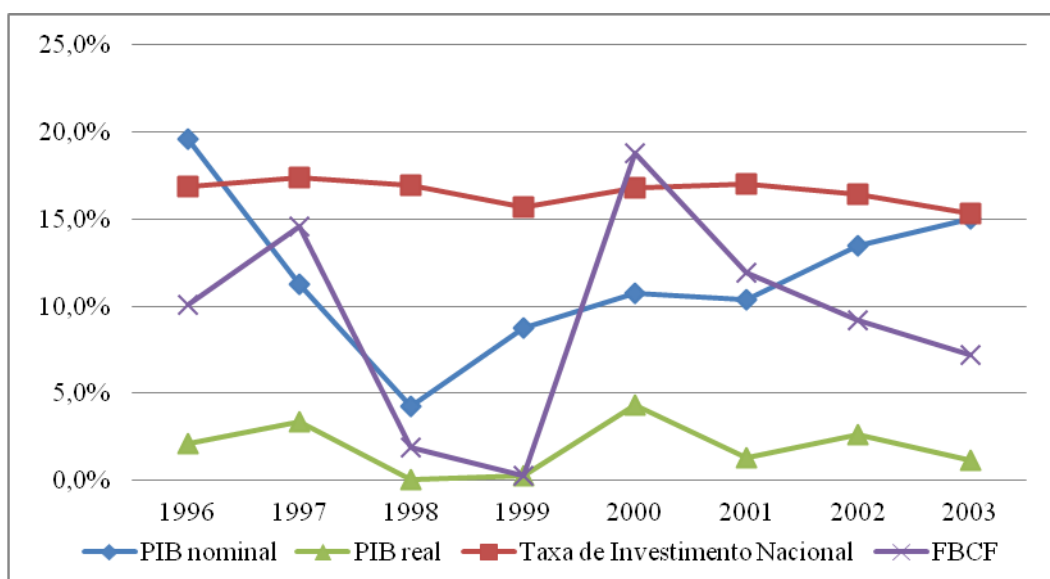


Gráfico 7. Evolução dos Investimentos frente as Variações do PIB.  
Fonte dos dados brutos: IBGE e IPEADATA.

### 3.3. A Taxa de Investimento Nacional

A Formação Bruta de Capital (FBC) compreende a *Formação Bruta de Capital Fixo* e a *Variação de Estoques*. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), segundo Texeira (2004), representa o valor dos bens duráveis incorporados pelas unidades

produtoras residentes, a fim de serem utilizados durante um período não inferior a um ano no seu processo de produção, assim como o valor dos bens e serviços incorporados aos bens de capital fixo visando aumentar sua vida útil, rendimento ou capacidade de produção e o valor dos serviços ligados à instalação desses bens. “A Formação Bruta de Capital Fixo deve ser valorada a preços de consumidor, isto é, pelo preço efetivamente pago para os produtos adquiridos no mercado e ao preço de custo para a produção por conta própria.” (TEXEIRA, 2004).

Os bens duráveis adquiridos para fins militares são considerados como *Consumo Intermediário das Administrações Públicas*, de acordo com Texeira, à **exceção** das edificações que poderiam ter uso civil (alojamentos, hospitais, etc). Nas unidades familiares só se considera como Formação Bruta de Capital Fixo a aquisição de **residências**, sendo todas as demais compras de bens duráveis tratadas como **consumo**.

Texeira (2004) apresenta a FBCF, classificando que a mesma inclui os bens de capital novos e os usados quando utilizados pela primeira vez no país, classificados em: Construções, Máquinas e Equipamentos e Outros (compreendendo: Novas Culturas Permanentes, Matas Plantadas e os Animais Reprodutores).

Mais detalhadamente, a FBCF abrange as seguintes classes de bens:

- *Construções residenciais* - construções novas, completas ou incompletas, que se destinam integral ou principalmente a servirem como residências.
- *Construções não residenciais* - construções novas e estruturas completas ou incompletas que são integral ou principalmente destinadas para uso comercial ou industrial, tais como fábricas, armazéns, edifícios de escritórios, lojas, restaurantes, hotéis, garagens, escolas, hospitais, silos, etc.
- *Outras construções* - obras não militares, completas ou incompletas, tais como vias férreas, estradas, ruas, redes de esgoto, pontes, viadutos, túneis, portos, aeroportos, oleodutos, obras de drenagem e saneamento, campos de atletismo, etc.
- *Matas plantadas e novas culturas permanentes* - gastos efetuados na plantação e cultivo de matas e culturas permanentes até o momento da produção.
- *Equipamentos de transporte* - bens novos ou importados, tais como embarcações, aeronaves, veículos ferroviários, caminhões, ônibus,

microônibus, táxis, utilitários, e outros veículos análogos, e os gastos efetuados em reforma e melhorias significativas nestes tipos de bens.

- *Máquinas e equipamentos agrícolas* – máquinas e equipamentos, novos ou importados, tais como ceifadeiras, colheitadeiras, tratores agrícolas etc, e os gastos efetuados em reformas e melhorias importantes nos referidos bens.
- *Outras máquinas e equipamentos* - os bens incorporados aos ativos fixos dos produtores residentes, compreendendo bens duráveis novos ou importados, não classificados anteriormente, e também os gastos em reformas e melhorias importantes na renovação desses bens. Incluem-se neste item: os geradores de energia elétrica; máquinas, equipamentos e móveis para escritório; máquinas para trabalhar metais, máquinas para mineração, para construção e outros usos industriais; guindastes; containers duráveis; equipamentos, instrumentos profissionais e mobiliários utilizados em hotéis, pensões, restaurantes, hospitais, escolas e outros. Não inclui os equipamentos de pequeno valor não contabilizados pelas empresas como investimento.
- *Animais reprodutores, animais de tração, gado de leite* – o valor dos aumentos menos as diminuições do gado reprodutor, animais de tração, gado de leite, ovelhas e outros animais similares.

O Valor da Produção da atividade Construção Civil e o valor da Construção Civil como componente da Formação de Capital diferem ligeiramente, pois o valor das obras e serviços em reforma e manutenção não deve ser incluído no Investimento, desde que não estenda a vida útil do imóvel, alerta Teixeira (2004).

As Máquinas e Equipamentos incorporados à FBCF podem ser de procedência Nacional e Importada. Para a estimativa da Formação Bruta de Capital Fixo em Máquinas e Equipamentos Nacionais, “utiliza-se um método indireto de cálculo que consiste em subtrair-se do Valor da Produção de bens de capital (preços porta de fábrica) a parcela que foi exportada e sobre a diferença encontrada fazer incidir Margens de Comercialização obtidas das Matrizes de Insumo-Produto.” (TEIXEIRA, 2004).

Ao abordar toda a teoria keynesiana e suas descendentes, adotando como verdade a importância do financiamento do investimento, ao que se refere a expansão da capacidade produtiva de um país, para que alavanque seu crescimento, agora, ao

apresentar o que se considera capital produtivo, responsável pelo incremento da capacidade produtiva, quando investido, somos impelidos a estudar sobre a *Taxa de Investimento*.

Teixeira (2004) define *Taxa de Investimento* como a relação entre a Formação Bruta de Capital Fixo e o Produto Interno Bruto, que é uma medida da capacidade produtiva da economia.

Na comparação com outros países, a taxa de investimento no Brasil se apresenta num patamar muito baixo, “incompatível tanto com o padrão de desenvolvimento da nossa economia, como também, levando-se em conta as necessidades de inversão num país jovem e com enorme potencial de crescimento.” (TEIXEIRA, 2004).

Para que o Brasil seja capaz de sustentar taxas de crescimento do PIB da ordem de 4,5% a 5% ao ano, alerta Teixeira (2004), é preciso criar condições favoráveis para aumentar a taxa de investimento em pelo menos 5%, ou seja, teríamos que dar um salto para patamares próximos dos 23% e 24%, como exibem os países em desenvolvimento, ou, como expressa Carvalho, as surpreendentes economias asiáticas (Índia e China), que apresentam taxas de investimento por volta de 30% do PIB. O que instiga a motivação deste presente estudo: a partir do Plano Real, compreender a relação financiamento do investimento exercida no país.

Isto é, examinar se o comportamento do crédito revela algo sobre a saúde da taxa de investimento nacional, pela evolução do montante destinado ao investimento produtivo, via crédito, financiando a Formação Bruta de Capital fixo.

Para isso, será considerado por meio do crédito pessoa física e jurídica como o demandante dos recursos para investimento, para que, obedecendo aos princípios teóricos adotados sobre a atividade dos empresários e agentes econômicos, se mantenha a endogeneidade dessa dinâmica. E reutilizando a afirmação de Carvalho (2007): “A mais simples e fundamental forma de relação financeira conhecida é o crédito”, optaremos pela compreensão do comportamento das operações de crédito e da taxa de investimento nacional, dentro do cenário econômico do Brasil ao longo do período pós-Plano Real, procurando perceber, pela proporção dos valores em suas respectivas condutas temporais, o grau de correlação existente entre o crédito e a taxa de investimento. Será um o financiador do “encorpamento” do outro?



## **4. ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS PRODUTIVOS NA PRIMEIRA DÉCADA DO SÉCULO XXI.**

### **4.1. O Período 2003-2007: A expansão do crédito.**

A partir de 2002, a economia internacional registrou uma aceleração do crescimento. A economia brasileira, apesar do crescimento relativamente lento, apresentou, nesse período, uma mudança em relação às duas décadas anteriores. Houve uma substancial redução da fragilidade externa da economia, graças à acumulação de elevados superávits comerciais (movidos pelo aumento das exportações). O resultado foram os sucessivos saldos positivos nas transações correntes, da ordem de 1,5% do PIB. Esses elevados superávits externos se refletiram muito positivamente nos indicadores de dívida e de reservas externas.

A dívida externa líquida até setembro de 2006 havia sido reduzida para US\$70,8 bilhões, o equivalente a 35% do valor máximo alcançado em 1999, US\$205,1 bilhões. Já a dívida externa bruta registrou uma redução de US\$84,8 bilhões nesse mesmo período, enquanto as reservas internacionais atingiram US\$ 62,7 bilhões, aumentando em praticamente US\$ 30 bilhões desde o nível mínimo atingido em 2000. (TORRES, F. H. E. T; PUGA, F. P, 2007, p. 30).

A exemplo do que ocorreu na economia internacional, a FBCF brasileira apresentou uma tendência à desaceleração a partir do início dos anos 1980. A composição da FBCF sofreu grandes alterações, não só como reflexo das políticas de ajuste, mas também como fruto de mudanças nos preços relativos, na dotação de fatores e na tecnologia.

Os resultados obtidos revelam mudanças importantes na composição do investimento brasileiro a partir da década de 1970. A mais importante é a perda de participação relativa da indústria de transformação e da infraestrutura. Na década de 1970, os dois primeiros “setores” eram responsáveis por 52% de todo o investimento da economia. Na década de 1990, esse percentual se reduzira para 31%, uma diferença de mais de 20 pontos percentuais. No período 2000-2006, a tendência à perda de participação ainda se fez presente. Os dois setores em conjunto responderam, em média, por 29,6% da FBCF, em boa medida por causa do comportamento do investimento da indústria de transformação. A infra-estrutura manteve

praticamente a mesma participação dos anos 1990. (TORRES, F. H. E. T; PUGA, F. P, 2007, p. 31).

E de acordo com Torres e Puga (2007), as informações do sistema de contas nacionais revelam a recorrência daquilo que se tem denominado de modelo de crescimento instável de baixo dinamismo. Primeiro, porque a taxa média de crescimento entre 2003 e 2005 foi de somente 2,6%, valor apenas um pouco superior à média histórica para o período 1990-2005, de 2,1%. Em segundo lugar, pela elevada volatilidade do produto que de um crescimento nulo no primeiro ano de governo Lula, saltou para o melhor desempenho em uma década e retornou, em 2005, para o padrão histórico de expansão, como se pode conferir no Gráfico 9.

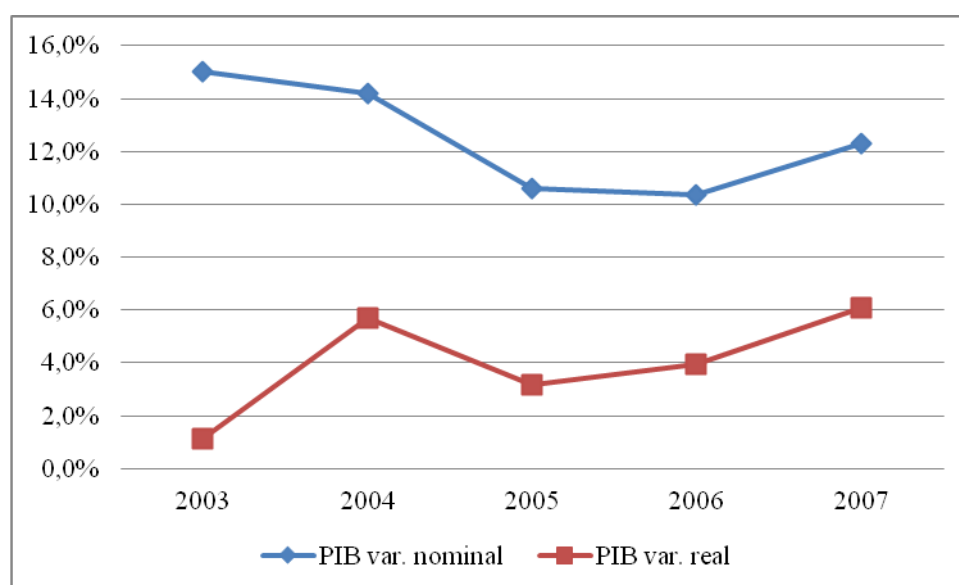


Gráfico 8. Volatilidade do Crescimento PIB no Primeiro Governo Lula  
Fonte dos dados brutos: IPEADATA.

Porém, o desempenho do setor bancário brasileiro, nesse período de 2003 a 2007, foi marcado por uma mudança importante no mercado bancário.

[O]s bancos até recentemente compunham seu balanço com uma participação importante de títulos públicos indexados, que proporcionava a eles, ao mesmo tempo, liquidez e rentabilidade, resultando em contrapartida um baixo volume de crédito ofertado (22% do PIB em maio de 2003). A partir de 2004, observou-se um gradual crescimento do crédito bancário, favorecido pelo contexto de maior estabilidade e maior crescimento econômico e pela mudança na composição da dívida pública brasileira (diminui a importância de títulos indexados a Selic), atingindo o total de crédito 33% em agosto de 2007. (PAULA, L. F.; FARIA, J. A., 2007, p. 34).

Logo o período de 2003 a 2007 ficou marcado pela retomada dos bancos privados nacionais, buscando ganhar posições no *market share*<sup>25</sup> e nas operações de crédito. Beneficiando por um momento de estabilidade de preços e do câmbio e, a expansão do mercado de crédito tornou-se viável e necessária para a ampliação da participação no mercado e obter receitas e lucratividade. As expectativas voltavam-se para um cenário estável e os agentes, incluindo as instituições financeiras, sempre estão dispostos a obter maiores rentabilidades em detrimento dos ganhos com a liquidez, favorecendo a expansão do crédito. A partir de 2004, as operações de crédito ao setor privada já aumentavam seu volume em taxas de 20% anuais, visível no Gráfico 10.

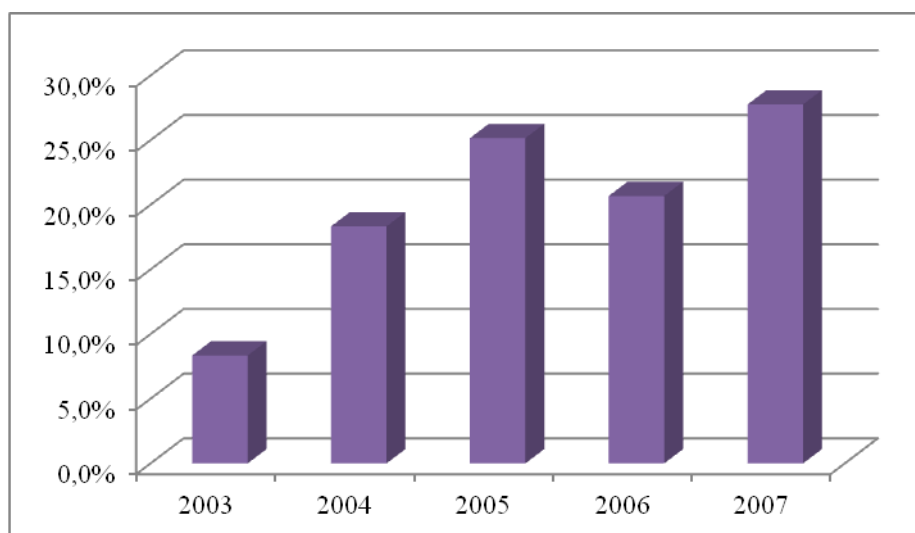


Gráfico 9. Taxa de Crescimento do Volume Transacionado nas Operações de Crédito.  
Fontes dos dados brutos: IPEADATA.

Analisando o ambiente macroeconômico, a retomada das operações de crédito podem ser notadas ao próprio PIB do Brasil. No início de 2003 as operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiram o menor nível desde 1994, ou seja, 21,8%, mas a partir de 2007, a trajetória da expansão do crédito observou-se um nível de cerca de 30%, sendo este o maior patamar não era atingido desde 1996.

<sup>25</sup> A expressão tem como tradução *participação no mercado* e designa a fatia de mercado detida por uma organização. Sua medida quantifica em porcentagem a quantidade do mercado dominado por uma empresa. Divide-se o número total de unidades que a empresa vendeu pelo total de unidades vendidas no segmento em que a empresa atua. O valor pode ser obtido ainda da divisão do valor total em vendas da empresa pelo valor total em vendas do segmento.

Esta expansão do crédito foi liderada pela expansão do crédito por meio dos recursos livres<sup>26</sup>. Nota-se, no Gráfico 11, essa expansão dos recursos livres assumindo uma trajetória mais acentuada em relação aos recursos direcionados, que também cresceram, porém em menor proporção.

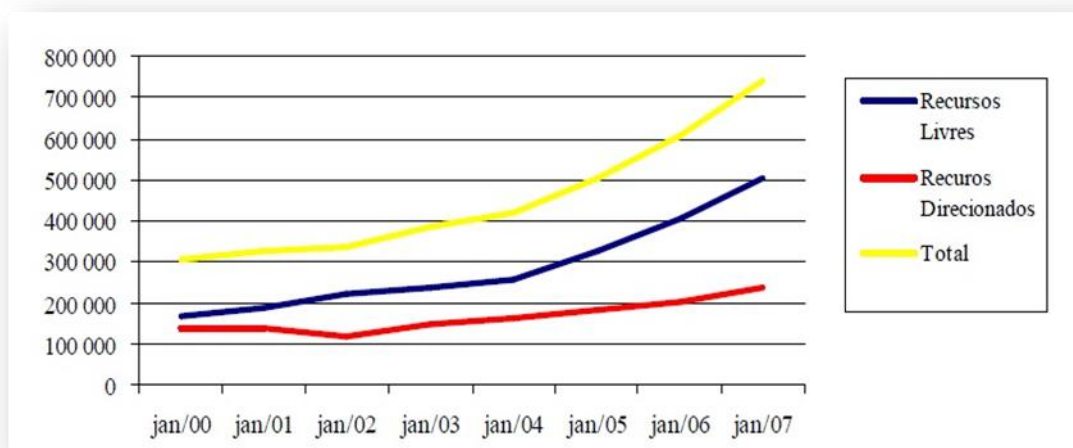


Gráfico 10. Operações de Crédito do Sistema Financeiro – Recursos Livres x Recursos Direcionados (R\$ milhões).

FONTE: FEBRABAN.

É importante assinalar aqui, que os recursos livres é crédito destinado ao financiamento de famílias, logo mais adiante neste capítulo, iremos separar os ramos que concedem recursos ao que se é aceito como FBCF. A modalidade de crédito pessoal tem sido bastante utilizada pela firma bancária, pois se trata de um empréstimo com o desconto das parcelas em folha de pagamento, o que reduz o risco das operações e, por conseguinte, os juros. E o crédito de recursos direcionados<sup>27</sup>, atualmente, é exigido que sejam alocados para o setor rural, de habitação e microcrédito. Através da expansão do microcrédito, uma parcela maior da população que antes não utilizavam os serviços bancários, passou a aderir ao sistema financeiro. No Gráfico 12, pode-se notar o movimento mais acentuado do crédito a Pessoa Física, e curiosamente, vê-se que o crédito rural e ao comércio nesse período de 2003 a 2007, tiveram comportamento extremamente semelhantes, sendo bastante difícil notar a trajetória da curva do comércio.

<sup>26</sup> É o crédito podendo ser livremente oferecido pela instituição financeira com taxas e condições pactuadas com o tomador sem limitações impostas pelo governo.

<sup>27</sup> O crédito direcionado corresponde aos empréstimos que as instituições financeiras são obrigadas a alocar em setores específicos, utilizando-se de um percentual sobre os depósitos bancários em conta corrente e caderneta de poupança.

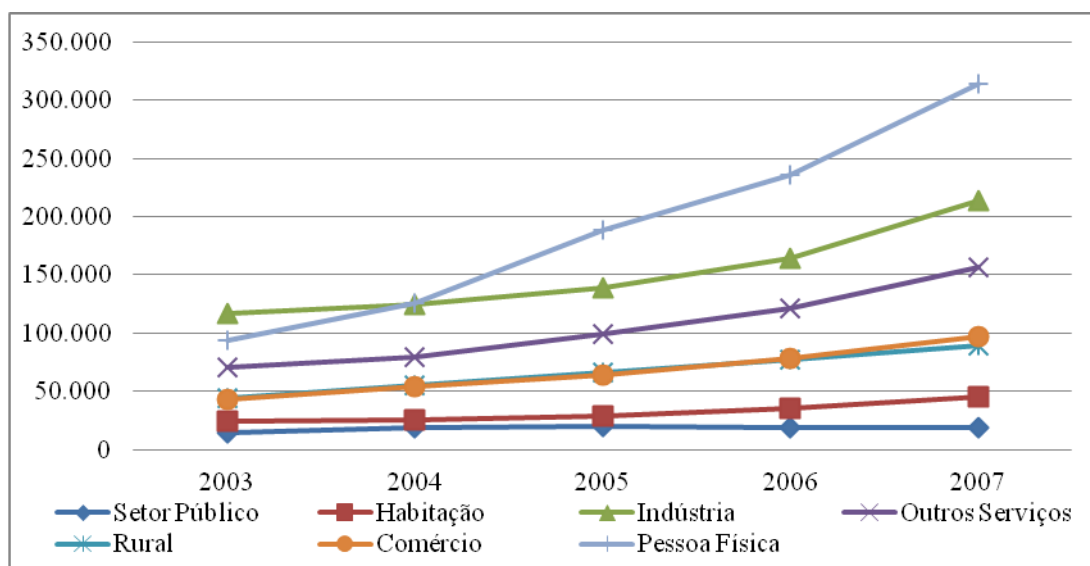


Gráfico 11. Comportamento das Operações de Crédito.  
Fonte dos dados brutos: IPEADATA .

Quanto às exportações, notou-se um aumento, especialmente de manufaturados, devido à expansão do *quantum* e dos preços dos bens exportados pelas indústrias. Os efeitos da aceleração da economia mundial rebateram no Brasil, de forma mais expressiva, a partir de 2004. O cenário externo benigno, ao gerar entrada de divisas no país via saldos na balança comercial e entrada de capital financeiro, permitiu que a política monetária fosse flexibilizada.

A apreciação cambial atuou no sentido de jogar para baixo os preços e estabilizar as expectativas do mercado em relação à evolução futura da inflação. Isto abriu espaço para a taxa de juros (Selic) cair e criou um ciclo virtuoso entre demanda externa, demanda doméstica e investimentos. A taxa de câmbio nominal (média do ano), entre 2003 e 2006, caiu de 3,08 para 2,18; e a taxa anual da inflação (IPCA) diminuiu de 9,3% para 3,14%, de acordo com o Gráfico 13.

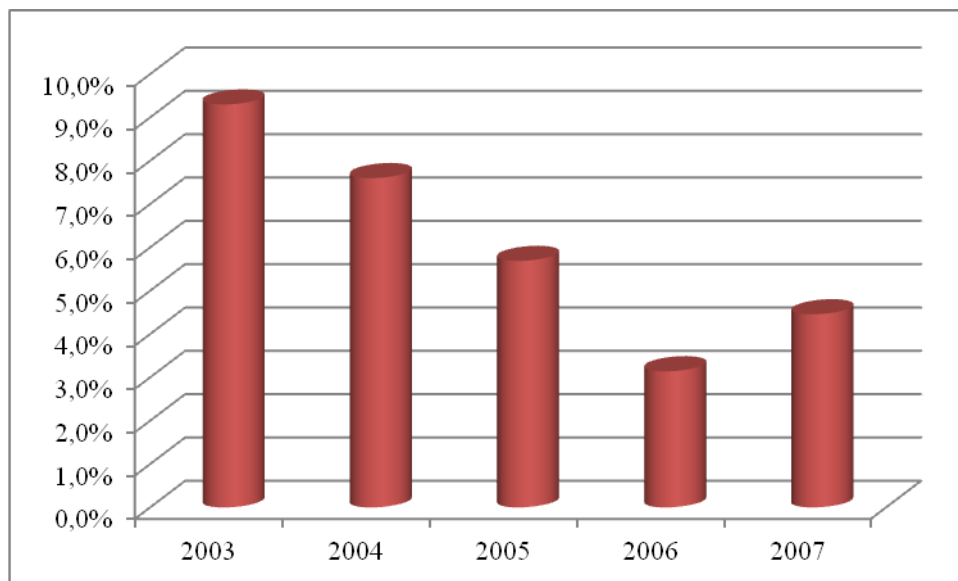


Gráfico 12. Comportamento da Inflação – IPCA – no período 2003-2007 (% a. a).  
Fonte dos dados brutos: IBGE.

Os indicadores da economia brasileira melhoraram entre 2003 e 2006: o PIB cresceu em média 3,4% e as transações correntes tornaram-se superavitárias em 1,4% como proporção do PIB, e o patamar de reservas subiu para U\$56,1 bilhões de dólares. Quanto a taxa de crescimento de dois principais componentes da demanda interna e as variações do *quantum* das importações e das exportações entre 2000 e 2007, notam-se, do lado doméstico, a instabilidade da trajetória do consumo e do investimento e, do lado do comércio exterior, a elasticidade da importação em relação à taxa de câmbio e ao investimento, além da perda de dinamismo das quantidades exportadas, especialmente em 2006 e 2007, afirma Novais (2009).

Na fase de recuperação, na qual a apreciação cambial jogou papel decisivo no controle da inflação e na queda da taxa de juros, a expansão das quantidades exportadas perdeu dinamismo e ficou na faixa de 5% (2006 e 2007). Já o consumo doméstico e o investimento cresceram, neste período e estimularam o aumento das importações. No Gráfico 13 é possível perceber essas oscilações.

Essa trajetória virtuosa foi mantida até meados de 2007 e teve como indutor fundamental o momento especial da economia mundial. A manutenção desse ciclo, segundo Novais (2009), caracterizado pela melhoria dos termos de troca da economia brasileira, pela redução da taxa de juros doméstica, pelo aumento do investimento produtivo, pela expansão do mercado interno e pela redução da inflação; foi

problematizada pela eclosão da crise financeira internacional, centrada nos Estados Unidos.

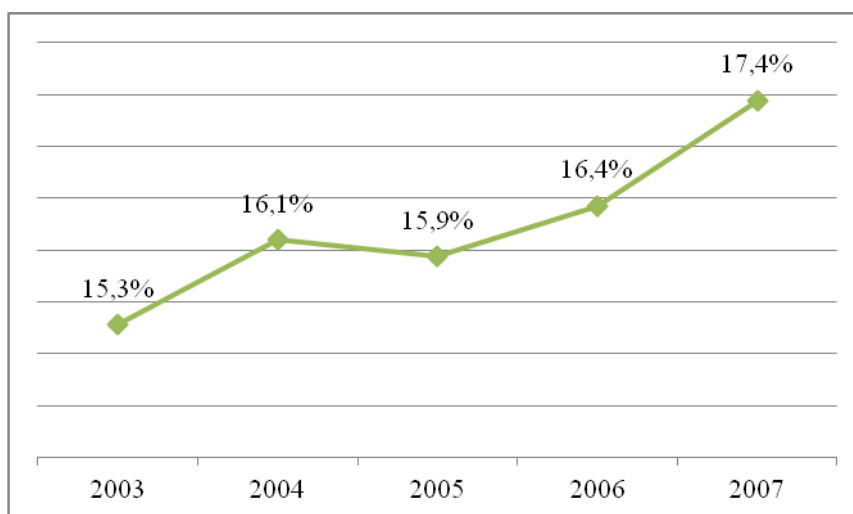


Gráfico 13. Trajetória da Taxa de Investimento Nacional no período 2003-2007.  
Fonte dos dados brutos: IBGE.

#### 4.2. O Período 2008-2010: convivendo com a crise.

Após o período de crise de liquidez, entre 2001 e 2003, o volume de crédito cresceu muito entre 2004 e 2008. No período de crise de liquidez, o BNDES chegou a participar com 24,3% do total de crédito ofertado, por volta do início de 2003, mas retroagindo para 16% ao final de 2008, mediante a expansão de oferta privada de crédito. Com o advento da crise, teve início uma nova recomposição.

O agravamento da crise financeira internacional, a partir de outubro de 2008, tendeu a conduzir o BNDES a aumentar sua atuação como principal fonte de *funding* de longo prazo no país, assegurando às empresas linhas de financiamento para seus projetos de investimento.

Segundo o IBGE, a taxa de expansão real do PIB acumulada em quatro trimestres findos em setembro de 2008 alcançou 6,3%. Com emprego e renda crescentes, crédito mais fácil, custos decrescentes e com prazos alongados, *funding* do investimento produtivo mais abrangente e com maior acessibilidade (financiamento ex-

terno, mercado de capitais e BNDES mais ativo), produziram a mais longa fase de crescimento econômico dos últimos 28 anos

O recente ciclo de crescimento foi ao longo do período ancorando-se no mercado interno, como fator dinâmico. Novais (2009) demonstra que no terceiro trimestre de 2008, o consumo das famílias cresceu 6,7% no acumulado em quatro trimestres, reflexo da evolução favorável da massa de rendimento e, principalmente, do aumento do endividamento dos consumidores que, atraídos pelas melhores condições dos financiamentos, passaram a comprar bens duráveis, de forma mais agressiva.

Porém, Novais (2009) também aponta que, em outra direção, as exportações foram progressivamente perdendo força na composição da demanda do país, de uma expansão acumulada, em quatro trimestres, na faixa de 8,5% no segundo trimestre de 2007, nota-se que houve menor expansão (2,8%) no terceiro trimestre de 2008. Já a trajetória das importações seguiu tendência oposta, ganhou dinamismo no período e alcançou crescimento expressivo de 22,8% no terceiro trimestre de 2008, na mesma base de comparação.

Desde o início da recuperação econômica, a formação bruta de capital fixo manteve trajetória ascendente. A partir de março de 2004, foram dezoito trimestres consecutivos de expansão, o que resultou em elevação real da ordem de 73,2%, entre o último trimestre de 2003 e o terceiro trimestre de 2008. De acordo com o Gráfico 14, vemos essa expansão em valores anuais.

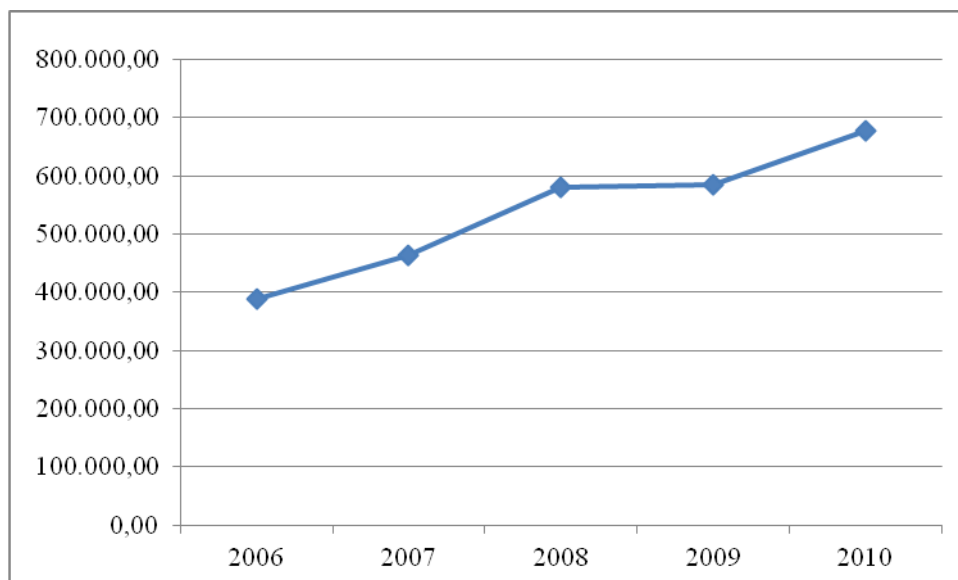


Gráfico 14. Expansão da FBCF nos últimos anos, em valores correntes (R\$ milhões).  
Fonte dos dados brutos: IPEADATA.



O ciclo econômico, que teve como pano de fundo a lógica da “exuberância irracional”, expressão usada por Novais (2009), chegou ao fim com as notícias de que o sistema bancário americano estava envolvido no mercado de hipotecas de alto risco (*subprime*) e apresentava sinais de deterioração muito forte no curto prazo, e que os problemas não estavam restritos aos EUA.

A partir da metade de 2007, os resultados trimestrais dos balanços patrimoniais das principais instituições financeiras nos EUA e na Europa apresentaram bilionárias perdas com os títulos de dívidas e produtos estruturados lastreados em hipotecas *subprime*. A inesperada falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, foi o evento que desencadeou o processo de pânico no mercado financeiro internacional e elevou a crise ao nível máximo de estresse. (NOVAIS, 2009).

Assim, durante outubro de 2008, o mercado de crédito ficou praticamente paralisado e o *Ted spread*, indicador de risco sistêmico, alcançou um patamar elevadíssimo. As expectativas quanto à evolução da economia real colapsaram em função da escassez quase absoluta do crédito e do seu custo proibitivo.

O resultado negativo do PIB dos países desenvolvidos nos dois últimos trimestres de 2008 expressou a profundidade da crise. Os países centrais entraram em recessão, e os países periféricos ou reduziram fortemente o seu crescimento (China) em 2009 ou entraram em recessão no primeiro trimestre do ano.

As autoridades econômicas no Brasil fizeram uma leitura benevolente da gravidade da situação econômica mundial. Partindo da hipótese de que a economia brasileira estava relativamente “blindada”, a política monetária foi mantida preventivamente apertada até dezembro de 2008. Essa estratégia de política econômica baseava-se na visão de que algumas características especiais evitariam o contágio mais grave da crise. Segundo Novais (2009), ponderava-se que a economia brasileira resistiria devido: (i) ao elevado patamar de reservas internacionais; (ii) à situação fiscal controlada *vis-à-vis* às crises anteriores; (iii) à obtenção do grau de investimento de duas agências internacionais de risco (no final de abril e em maio de 2008); e (iv) ao padrão de crescimento econômico centrado no mercado doméstico, menos dependente do comércio exterior.

Somente em janeiro de 2009, o Banco Central iniciou o movimento de redução da meta da taxa de juros (Selic), quando os efeitos da crise já se faziam sentir com mais força na atividade econômica. A ironia desse contexto foi que o próprio efeito da crise

na atividade econômica e nos preços das *commodities* recolocou as expectativas do IPCA no centro da meta perseguida, Gráfico 15, e, “mesmo que o Banco Central tivesse reduzido um pouco mais cedo a taxa de juros, dificilmente isso impediria que o país sofresse os impactos da ruptura do sistema financeiro internacional.” (NOVAIS, 2009).

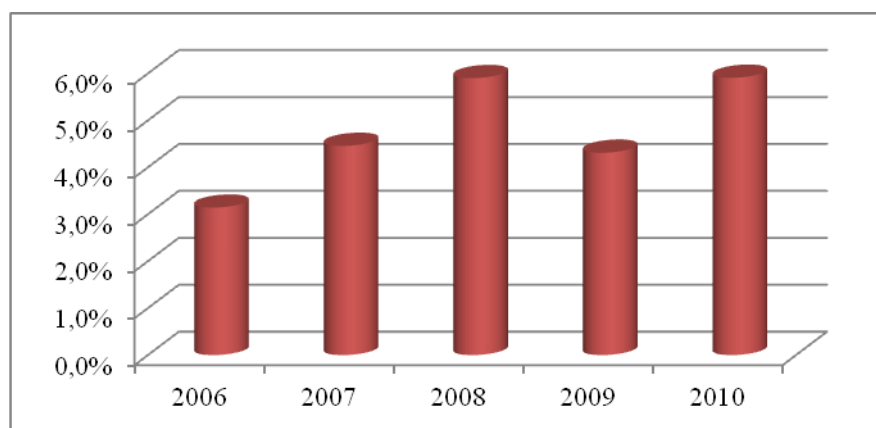


Gráfico 15. Comportamento da Inflação – IPCA – na pré e pós-crise (% a. a.)  
Fonte dos dados brutos: IBGE.

Dado esse quadro, a demanda interna no Brasil foi sendo afetada por diversos fatores, tais como: (i) os problemas sofridos pelos bancos de menor porte e a baixa propensão dos bancos líderes em aumentar a oferta de crédito transmitiram ao mercado interno os problemas externos de escassez e maior custo dos recursos financeiros direcionados ao financiamento da produção corrente, do investimento e do consumo; (ii) os prejuízos das empresas que abusaram dos derivativos diminuíram a capacidade de retomada do investimento no curto prazo; (iii) a manutenção da política monetária apertada até dezembro atuou negativamente nas expectativas dos empresários e consumidores e poderá comprometer a retomada mais rápida do crescimento; e (iv) as demissões ocorridas no último trimestre de 2008, especialmente na indústria, configuraram o circuito de desaceleração da atividade econômica.

Novais (2009) considera que a variável mais sensível ao ciclo econômico é o investimento. Nesse sentido, é preocupante a desaceleração da formação bruta de capital fixo, cuja taxa obtida no quarto trimestre (3,8%) ainda permaneceu positiva, mas foi quatro vezes inferior ao crescimento observado nos trimestres anteriores.

Ao longo dos primeiros cinco meses de 2008, observou-se, no entanto, uma mudança de tendência: as operações de crédito aos setores empresariais de Outros Serviços, Indústria e Comércio ganharam impulso e registraram taxas de crescimento superiores a do segmento de pessoas físicas (ver Gráfico 15). Mas, em termos de

contribuição do crescimento, esse segmento manteve a liderança, diante da sustentação de um alto ritmo de expansão e da sua elevada participação no total.

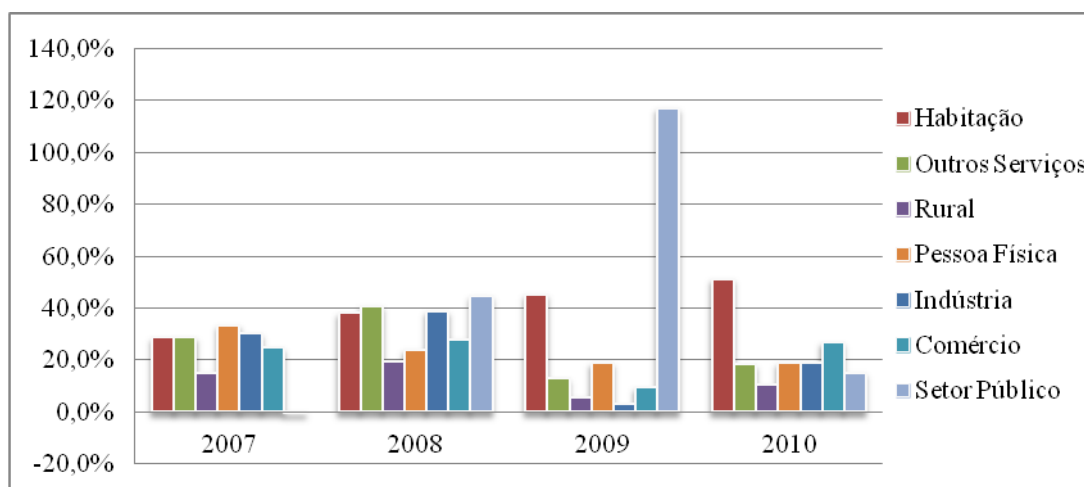


Gráfico 16. Taxa de Crescimento do Crédito, por atividade.  
Fonte dos dados brutos: IPEADATA.

Apesar de todos os aspectos que diferenciaram a situação de 2008 das crises anteriores, o ciclo de crescimento não se sustentou: de uma alta do PIB de 6,6% no acumulado em quatro trimestres até setembro de 2008, a economia brasileira deve encerrar 2009 com um resultado próximo a zero.

O impacto foi muito forte na indústria (particularmente nos setores mais dependentes das exportações e do crédito) e nos investimentos produtivos. O colapso das expectativas dos empresários resultou numa quase paralisia da produção em alguns setores econômicos e na eliminação de postos de trabalho. “O setor automotivo deu férias coletivas no último trimestre de 2008. No imediato pós-crise o emprego apresentou forte retração: entre outubro de 2008 e janeiro de 2010 foram fechados em termos líquidos (admitidos – desligados) 765 mil postos formais de trabalho.” (NOTA TÉCNICA, 2010).

Ao longo de 2009, este cenário foi-se dissipando. Os indicadores da atividade econômica a partir do segundo trimestre de 2009 mostraram que, desta vez, a saída da recessão evoluiria de forma mais tranqüila no Brasil. Políticas de garantia de renda à população mais pobre e os reajustes do salário mínimo acima da inflação atuaram como estabilizador automático do nível da demanda agregada. Estas políticas combinadas com a recuperação da oferta de crédito às pessoas físicas, além das medidas de política econômica tomadas pelo governo, dotaram o mercado interno de relativa imunidade e

permitiram uma resposta mais rápida da atividade econômica ao efeito-contágio da crise mundial. De modo geral, é perceptível que os impactos da crise foram heterogêneos, “marolinha” em alguns setores e “tsunami” em outros. O consumo das famílias (bens duráveis e não duráveis e, principalmente, serviços) foi poupado e os setores mais intensivos em capital e exportadores sofreram de modo mais intenso a crise global.

### **4.3. Síntese Relação Crédito ao Setor Privado e a Taxa de Investimento Nacional.**

Assim, com a conjuntura econômica brasileira devidamente contextualizada, podemos confrontar os dados recolhidos durante esse período cheio de peculiaridades que é o Plano Real. Notamos que a organização econômica, se é assim que podemos chamar, foi alcançada recentemente e, por sua vez, a estrutura dos agentes econômicos sofreu mudanças no comportamento, ou simplesmente agiu naturalmente quando o momento foi favorável, isto é, o SFB se adaptou as regulamentações e choques econômicos acabando por se especializar em crédito, principalmente para pessoas físicas, dando acesso a quem antes não podia utilizar destes meios. O escopo das operações de crédito para pessoas físicas e, também as jurídicas tornaram-se mais abrangentes e objetivos, principalmente no que tange os recursos livres.

Ao decorrer deste estudo dois fatores ganharam destaque: o setor privado como demandante de crédito, com principal foco ao segmento pessoa física, como citado anteriormente; e o segmento recursos livres nas operações de crédito. Pois, ao conferir os valores apresentados por atividade nas operações de crédito, ficou evidente que além deste salto que o segmento pessoa física deu, os setores tradicionais de pessoa jurídica (indústria, comércio e outros serviços) continuaram a desempenhar sua dominância. Tornando, desta maneira, importante desmembrar as operações de crédito que se categorizam em pessoa física e pessoa jurídica, e como estão dispostos os segmentos desta categoria e, por conseguinte, entender quais tem relação com o financiamento do investimento produtivo.

Para este tipo de categorização em PF e PJ temos os *Recursos Livres e Direcionados*. Ao tratar dos Recursos Direcionados, este estudo se deparou com

definições imprecisas sobre quais segmentos são utilizados para a FBCF, sendo possível que um segmento possa conceder recursos tanto para investimento quanto para consumo, o que faz com que cause uma fuga da realidade, e o objetivo deste estudo é utilizar dados certos, mesmo que em menor proporção frente a FBCF, mas para, ao menos, identificar o tipo de comportamento interrelacionado entre crédito e a taxa de investimento nacional.

Já os Recursos Livres dispõem de inúmeros segmentos, e bastante focados quanto ao fim da obtenção dos recursos, e dividi-se em PF e PJ. Os Recursos Livres para Pessoa Física, segundo o IBGE, a maior parte da demanda de FBCF concentra-se em produtos da construção civil. A segunda fonte de estimativa da demanda por FBCF desse setor institucional baseia-se em projeções do Censo Agropecuário 1995/96 do IBGE via índices de volume e preços, as quais cobrem os investimentos das famílias produtoras em novas culturas permanentes, matas plantadas, tratores, máquinas e equipamentos, veículos utilitários, caminhões, edificações, instalações e benfeitorias. Então, dos meios de crédito por recursos livres (Cheque especial, Crédito pessoal, Crédito consignado, Financiamento de veículos, Financiamento de bens, Financiamento imobiliário, Cartão de crédito, Cooperativas e *leasing*) foi considerado os segmentos Financiamento imobiliário, de veículos e *leasing*<sup>28</sup>, os canais de recursos que se fomentam em FBCF. Considerando os demais destinados a consumo.

Quanto aos Recursos Livres para Pessoa Jurídica são classificados em Financiamento do capital de giro (recursos para os compromissos do dia a dia da empresa: fornecedores, salários, contas, etc.), sendo que existem diversas operações que suprem a necessidade de capital de giro das empresas, por exemplo: o *hot-money*, o crédito rotativo e a antecipação de recebíveis; e, a Modalidade capital fixo, sendo destas os segmentos direcionados a FBCF: Financiamento imobiliário, de bens e, a importações e outros; *leasing* e crédito rural. Levando-nos, assim, a Tabela 2 e 3, fazendo as duas parte de uma mesma tabela, com os valores discriminados por segmento e um total do montante, via recursos livres, que são convertidos em FBCF.

---

<sup>28</sup> Segundo IBGE, o *leasing* constitui-se em veículos (53,74%); máquinas e equipamentos (22%), produtos de informática (2,28%)

Tabela 2. Segmentos do Crédito de Recursos Livres a Pessoa Física e Jurídica Destinados a FBCF (R\$ milhões). Parte 1.

	Pessoa Física			Pessoa Jurídica	
	Operações Pré-fixadas			Operações Pré-fixada	
	Financiamento imobiliário	Financiamento de veículos	leasing	Financiamento imobiliário	Financiamento de bens
1996					12.405,26
1997					13.118,20
1998					13.431,79
1999					13.922,34
2000	3.102,70	15.615,59		774,69	15.906,78
2001	1.902,79	24.685,47		539,74	21.874,73
2002	1.780,04	26.933,32		470,92	29.401,85
2003	1.380,86	29.987,31		209,76	31.624,74
2004	1.080,29	38.065,28	26.132,81	201,75	40.777,83
2005	956,06	50.684,71	31.963,73	205,89	51.197,04
2006	1.210,62	63.474,61	32.361,45	157,66	68.200,77
2007	2.269,54	81.480,85	36.734,42	138,62	103.521,58
2008	3.553,81	82.432,53	56.119,02	155,29	171.137,91
2009	4.500,13	94.133,45	56.968,60	153,68	216.381,99
2010	7.358,27	140.339,35	68.351,59	218,11	266.429,87

Fonte dos dados brutos: FEBRABAN.

Tabela 3. Segmentos do Crédito de Recursos Livres a Pessoa Física e Jurídica Destinados a FBCF (R\$ milhões). Parte 1.

	Pessoa Física e Jurídica			Total Operações de Crédito p/ PF e PJ
	Operações Pós-fixadas	Cooperativas		
		Financiamentos a importações e outros	Leasing	
1996				12.405,26
1997				13.118,20
1998				13.431,79
1999				13.922,34
2000	15.215,56			50.615,32
2001	19.721,95			68.724,68
2002	20.188,31			78.774,43
2003	22.301,16	543,08	4.862,90	90.909,80
2004	26.257,96	437,46	8.259,27	143.216,64
2005	30.324,41	623,21	11.276,96	179.237,01
2006	32.952,30	734,16	13.324,88	214.422,45
2007	39.179,49	1.167,86	16.477,16	282.976,51
2008	47.411,16	1.741,70	15.299,30	379.858,73
2009	46.303,41	2.346,89	14.930,27	437.727,43
2010	54.808,47	3.828,84	19.013,15	562.357,65

Fonte dos dados brutos: FEBRABAN.

De acordo a Tabela 2 e 3, relacionamos com os montantes demandados para FBCF ao decorrer do Plano Real, por pessoa jurídica e física, utilizando recursos livres via crédito. Esses dados estão apurados em valores correntes da FBCF anuais, presentes na Tabela 4.

Tabela 4. Volume Absoluto e por Segmento em Valores Correntes da FBCF (R\$ milhões)

	FBCF	Composição da FBCF		
		Construção	Máquinas e Equipamentos	Outros
1994	72.453,28	46.898,29	21.049,31	4.505,69
1995	129.296,71	56.639,50	62.148,86	10.508,35
1996	142.381,83	69.250,50	62.619,61	10.511,72
1997	163.133,85	81.063,73	70.576,16	11.493,96
1998	166.174,06	86.625,11	68.049,20	11.499,75
1999	166.746,36	88.289,48	64.880,08	13.576,81
2000	198.151,00	98.305,00	84.641,00	15.205,00
2001	221.772,00	103.070,00	101.662,00	17.040,00
2002	242.162,00	114.517,00	107.339,00	20.306,00
2003	259.714,00	114.768,00	121.550,00	23.396,00
2004	312.516,00	136.671,00	149.701,00	26.144,00
2005	342.237,00	144.709,00	170.656,00	26.872,00
2006	389.328,00	157.385,00	201.084,00	30.859,00
2007	464.137,00	177.816,00	251.133,00	35.188,00
2008	579.531,00	210.430,00	328.539,00	40.562,00
2009	585.317,00	247.550,00	293.347,00	44.420,00
2010	677.862,25	-	-	-

Fonte dos dados brutos: IBGE e IPEADATA.

Assim, obtendo estes valores, e levando-se em conta toda a conjuntura brasileira e as variáveis condicionantes a interpretação deste estudo, logo, a seguinte relação percentual entre da participação do crédito na FBCF é obtida na Tabela 5, nos dando o resultado do crédito como financiador do investimento produtivo, ao qual será devidamente interpretado no Capítulo 5, de acordo com as tendências temporais identificados neste e no capítulo anterior destas tais variáveis condicionantes, importantes para que não haja vieses errôneos na visualização dos comportamentos.

Tabela 5. Participação dos Recursos Livres no Financiamento da FBCF ao decorrer do Plano Real (%).

	Total de Recursos Livres PF e PJ	FBCF	Participação RL na FBCF
1996	R\$ 12.405,26	R\$ 142.381,83	8,70%
1997	R\$ 13.118,20	R\$ 163.133,85	8,00%
1998	R\$ 13.431,79	R\$ 166.174,06	8,10%
1999	R\$ 13.922,34	R\$ 166.746,36	8,30%
2000	R\$ 50.615,32	R\$ 198.151,00	25,50%
2001	R\$ 68.724,68	R\$ 221.772,00	31,00%
2002	R\$ 78.774,43	R\$ 242.162,00	32,50%
2003	R\$ 90.909,80	R\$ 259.714,00	35,00%
2004	R\$ 143.216,64	R\$ 312.516,00	45,80%
2005	R\$ 179.237,01	R\$ 342.237,00	52,40%
2006	R\$ 214.422,45	R\$ 389.328,00	55,10%
2007	R\$ 282.976,51	R\$ 464.137,00	61,00%
2008	R\$ 379.858,73	R\$ 579.531,00	65,50%
2009	R\$ 437.727,43	R\$ 585.317,00	74,80%
2010	R\$ 562.357,65	R\$ 677.862,25	83,00%

Fonte dos dados brutos: IPEADATA e FEBRABAN.

Ficam evidente três períodos em que o crédito se comporta diferentemente quanto a relação com a FBCF. De 1996 a 1999, onde o início do Plano Real e suas reformas são papéis importantes nos comportamentos de mercado e do SFB. De 2000 a 2004, com os choques externos e internos acarretando em conflitos e oscilações na economia nacional, que influi novamente em dinâmicas diferenciadas no Brasil. E de 2005 a 2010, mesmo com a crise financeira internacional, torna-se importante o papel do crédito na fomentação do investimento produtivo devido ao novo cenário da economia brasileira.



## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por este presente trabalho é fato com a entrada do Plano Real em vigor, o SFB sofreu profundas modificações em sua estrutura. Com a diminuição dos números de bancos, o fim das hiperinflações, e redução das receitas derivadas do *floating* de recursos, as perspectivas de rentabilidade e, principalmente readaptar seus segmentos a nova situação macroeconômica, para que possam remodelar suas estratégias de concorrência.

Fica claro também, que o investimento é o determinante essencial do caminho de uma economia. O orçamento governamental, o comportamento do consumo e o caminho das verbas salariais se tornam variáveis secundárias. E que embora o comportamento das verbas salariais e orçamentos governamentais possam ampliar ou diminuir a instabilidade econômica, as propriedades cíclicas fundamentais em nosso tipo de economia são determinadas por relações entre lucros, preços de bens de capital, e as condições do mercado financeiro e investimentos.

Ao buscar detalhamento nas operações de crédito, a fim de obter informações exatas de quais segmentos eram destinados a conceder recursos a financiamento de investimento produtivo, boa parte das fontes bibliográficas e documentais, não ofereciam definições exatas, e nem um estudo aprofundado de que tipo de meio de pagamento era o mais utilizado para adquirir bens considerados FBCF, ficando implícito que além do crédito, outros meios que estariam nessa listagem seria o mercado de capitais, o financiamento a partir de recursos próprios dos agentes econômicos e investimento direto externo. Também foi minucioso a captação de dados dos órgãos respeitáveis, e conferir a compatibilidades dos mesmos, sempre buscando ter todos os anos do período em estudo disponíveis para a análise. Apesar do objetivo, a falta de registros de muitos anos e em segmentos isolados foi muito presente em todos os bancos de dados, mas a compatibilidade de anos e valores com registros tornou a coleta segura. Assim, neste estudo ao obter quanto o crédito participava na FBCF, durante as fases do Plano Real, revelou claramente a sua importância para economia do país.

No começo do Plano Real a inflação beirava os 900% ao ano, em 1994, e com a expectativa de confiança nos preços e as políticas ativas de empréstimos, essa inflação reduziu para 1,7% ao ano, juntamente com a abertura econômica a demanda por

empréstimos salta. Até 1999, o setor privado demandava em torno de R\$2,2 trilhões, sendo a indústria e a habitação os segmentos dominantes. A FBCF parecia congelada em R\$160 bilhões, com a taxa de investimento em queda livre devido ao fraquíssimo crescimento do PIB. Nesse período os montantes registrados em recursos livres via crédito eram baixíssimos ou praticamente inexistentes. De acordo com as fontes de dados (IBGE, IPEADATA e FEBRABAN), os primeiros dados aparecem por volta de 1996, onde se vê um volume pífio por volta de R\$13 bilhões concedidos a pessoa jurídica para financiamento de bens, sendo responsável por apenas 8% da FBCF nesse intervalo de tempo. Porém é muito interessante perceber que as taxas de juros de curto prazo eram muito elevadas, a taxa Selic variava em 23% ao ano, e chegou a marcar o patamar incrível de 60% ao ano, em 1995.

A partir do fim da âncora cambial, um novo contexto acometeu nos agentes econômicos, a inflação e a taxa de cambio se mostraram firmes ao não oscilarem como era costume antes do Real. Após a recuperação da crise cambial, os anos 2000 no Brasil apresentou uma estabilidade bastante satisfatória. O PIB sofreu um aumento de 4,3% já em 2000, em valores reais. A taxa Selic diminuiu consideravelmente, e a FBCF passou para a casa dos trilhões, sendo que o crédito ao setor privado não apresentou grandes aumentos. Porém os recursos livres já apresentam uma demanda diversificada, contando tanto com pessoa jurídica quanto com pessoa física. Mesmo com a taxa de investimento nacional aumentando em 16% e 17% do PIB, os recursos livres já representavam 30% da FBCF, que chegava a R\$220 trilhões.

Então, a fase da expansão do crédito entra em cena, de 2004 em diante, começa a se notar a tendência brasileira a adotar o crédito como meio mais popular de obtenção de recursos. E essa guinada pode ser notada pelo PIB que cresceu na ordem de 3% a 5% ao ano. Com o cenário externo favorável, mesmo a taxa Selic sofrendo leve aumento e a inflação subindo a níveis intimidantes, pra mais de 10% ao ano em 2006, isso não intimidou a economia brasileira, que apesar da taxa de investimento nacional ter ficado na faixa de 16% do PIB de 2000 a 2004 e ter continuado nesse nível até 2007, os recursos livres já faziam parte de 45% pra mais de 50% da FBCF que marcava R\$340 bilhões e aumentando. O crédito ao setor privado, desde 2000, estava aumentando a taxas geométricas, e em 2004, começa-se a notar a presença do segmento pessoa física como demandante de recursos de peso. O financiamento de veículos já batia de frente com os montantes concedidos a pessoa jurídica com financiamento de bens e importações.

Mas o que desperta a atenção, é o que se verificaria com a crise financeira internacional em 2008. A taxa Selic teve quedas sucessivas e a inflação se elevou, mas comparado com os anos de 2002 e 2003, a variação serviu apenas para desconforto. O PIB em 2008 desacelerou e teve queda forte na variação real, porém registrou significativo crescimento de 2007 a 2009. O crédito ao setor privado a cada ano demandou R\$12, R\$14, R\$17 e R\$18 trilhões, respectivamente até 2010. O segmento pessoa física tornou-se o principal demandante, com quase 50% dos recursos, seguido pela indústria e outros serviços. Mesmo com uma inflação de 5% ao ano, a FBCF obteve aumentos da ordem de R\$500 bilhões a R\$677 bilhões em 2010. O que evidencia o aumento sem ilusão de valores nominais, é o aumento na taxa de investimento nacional que em 2008 marcou 19% do PIB, terminando em 18,4% em 2010. Nesse período os recursos livres já eram responsáveis por 55%, 60%, 70% e, em 2010, 83% dos recursos que determinam o montante de FBCF existente no país.

Há a infeliz constatação que realmente a taxa de investimento nacional é medíocre. Porém, é evidente o fato de que o crédito é o meio de obter meios de pagamento mais popular na economia brasileira. Também é fato que é fruto de estratégias de mercado dos bancos, essa oferta de crédito acessível, mas com a visualização temporal do comportamento das variáveis determinantes para a dinâmica de uma economia: inflação, taxa de juros base de curto prazo (taxa Selic), PIB; fora as variantes aleatórias, que quando o SFB destinou maior foco ao escopo das operações de crédito, até em momento duvidoso, ou até mesmo crítico, como a crise financeira internacional, não impediu que os agentes econômicos continuassem a operar de maneira despreziosa.

Logo, o fator desenvolvimento do sistema financeiro fica em evidência. Ao ter de se adaptar as regulações e aos novos momentos econômicos, o SFB proporcionou um aquecimento do mercado brasileiro. Essa agitação tornou bastante feliz a percepção das taxas de crescimento crescentes, tanto do PIB, como do crédito, como da FBCF, e por conseguinte, acarretando em crescimento da nação. Então a hipótese de que o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico têm interrelação causal é extremamente válida. O pesar desta informação está nas intenções dos agentes financeiros, pois dessa direção que o crédito tomou, grande parte dos bancos estão focando em conceder recursos para consumo. O que não é ruim, porém o ideal seria investir nas decisões de investimento dos agentes econômicos, desenvolvendo

mecanismos mais favoráveis aos tomadores, para que a realização do aumento da capacidade produtiva nacional seja um apoio natural a economia do país.

E uma incógnita que surge é o papel do mercado de capitais nessa relação. É sabido que este mercado está se tornando bastante significativo nas relações econômicas, mas ainda é muito baixa sua participação. Sendo um bom ponto de partida para um próximo estudo. Como analisar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil; e quanto espaço o mercado de capitais vem pegando do mercado de crédito.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: 7 ed. Atlas, 2004

BALDWIN, R. E. **Desenvolvimento e Crescimento Econômico**. São Paulo: Livraria Pioneira, 1979.

BRAGA NETO, J. L. **Fragilidade e Instabilidade Financeira em Minsky e a Formação de Expectativas**. Série Texto para Discussão. n. 230, p. 1-15. João Pessoa, out/2001. Disponível em <[http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/BDS.nsf/4CF0B524A69AFE403256FFE005EA913/\\$File/NT000A7E92.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/BDS.nsf/4CF0B524A69AFE403256FFE005EA913/$File/NT000A7E92.pdf)> Acesso em 15 de novembro de 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Da Macroeconomia Clássica à Keynesiana**. Apostila FGV/SP, 42 p., 1976. Disponível em <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1968/68-98DaMacroclassicaAKeynesiana.apostila.pdf>> Acesso em 7 de novembro de 2011.

CARVALHO, F. J. C.; BOECHAT, D. ; MELO, E. **O Novo Perfil do Sistema Financeiro**. v. 1, 102 p. Rio de Janeiro: Andima, 2001.

CARVALHO, F. J. C. Investimento, poupança e financiamento do desenvolvimento. **Brasil em Desenvolvimento: ciclo de seminários**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2003.

CARVALHO, F. J. C. Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações no Caso do Brasil. **Revista de Economia Política**. v. 25, n. 4 (100), p. 323-336, out-dez/2005.

CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. R.; STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CINTRA, M. A. M. A reestruturação do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. **Política Econômica em Foco**. n. 7. IE/UNICAMP, nov. 2005/ abr. 2006

COLI JR, A.L. **O papel da firma bancária e a evolução do SFB: uma abordagem pós-keynesiana**. 2009. 112 p. Monografia (graduação em Ciências Econômicas). Centro Sócio Econômico (CSE), Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2009.

COSTA, F. N. A controvérsia entre as relações de investimento, poupança e crédito. **Ensaio FEE**, v. 12, n. 1, p. 56-72, Porto Alegre, 1991.

COSIF. Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional. **Operações de Crédito**. Normas Básicas. Disponível em <<http://www.cosif.com.br/captura.asp?arquivo=nb06>> Acesso em 15 de novembro de 2011.

DATHEIN, R. **Um Esboço da Teoria Pós-keynesiana**. Disciplinas Virtuais de Apoio (UFRGS). Texto da disciplina Análise Macroeconômica. NUCA. Núcleo de Computação IE/UFRJ, 2002. Disponível em <[www.ufrgs.br/decon/publionline/textosprofessores/ricardo/teoriakeynesiana.pdf](http://www.ufrgs.br/decon/publionline/textosprofessores/ricardo/teoriakeynesiana.pdf)> Acesso em 17 de novembro de 2011.

DATHEIN, R. Macroeconomia keynesiana: uma interpretação com abordagem didática nos 70 anos da “Teoria Geral”. **Textos para Discussão**. n. 2. DECON/UFRGS, 2007. Disponível em <[http://www.ufrgs.br/decon/texto\\_2007b.pdf](http://www.ufrgs.br/decon/texto_2007b.pdf)> Acesso em 17 de novembro de 2011.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GIL, Antônio Carlos. **Técnicas de Pesquisa em Economia e Elaboração de Monografias**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a crise da Dívida Externa (1974-1984). (Capítulo 4) *in*: GIANBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.

IBGE. **Séries Estatísticas**. Taxa de Investimento. Disponível em <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=ST90&t=taxa-de-investimento>> Acesso em 10 de outubro de 2011.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 2009.

LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F.; PIMENTEL, R. C.. **Curso de Mercado de Capitais: tópicos especiais**. 1. ed. São Paulo: Atlas. 2009.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma Economia Instável**. Osasco: Novo Século Editora, 2009.

NOTA TÉCNICA. A Saída da Crise da Economia Brasileira: o PIB até o terceiro trimestre de 2009. **Grupo de Conjuntura Fundap**, 2010. Disponível em <[http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/A\\_saida\\_da\\_crise\\_pib\\_ate\\_3\\_trimestre\\_2009.pdf](http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/A_saida_da_crise_pib_ate_3_trimestre_2009.pdf)> Acesso em 24 de novembro 2011.

NOVAIS, L. F. Do “Vôo da Galinha” ao Crescimento Sustentado: possibilidades e incertezas. *In*: BIASOTO JR. G. et. al. **Panorama das Economias Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global**. São Paulo: Fundap, 2009.

PAULA, L. F. R. Abrindo a caixa-preta do "spread". **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 29 de novembro de 2003. Disponível em <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/abrindo\\_a\\_caixa\\_preta\\_spread.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/abrindo_a_caixa_preta_spread.pdf)> Acesso em 20 de outubro de 2011.

PAULA, L. F.; FARIA, J. A. Expansão do crédito e eficiência do setor bancário Brasileiro. **Valor Econômico**. São Paulo, p.12, dez. 2007.

PAULA, L. F. R. Sistema Financeiro e o Financiamento da Inovação: Uma abordagem keynesiana-schumpeteriana. *In*: Encontro Nacional de Economia, 39. 2011, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPEC, 2011. Disponível em <<http://anpec.org.br/encontro/2011/inscricao/arquivos/000-6135c1601d8e2b4bd8b96e15baf72c5d.pdf>> Acesso em 20 de novembro de 2011.

RESENDE, M. F. C. O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* em economias abertas. **Revista de Economia Política**. v. 28, n.1. São Paulo, 2008. Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572008000100007&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572008000100007&script=sci_arttext)> acessado em 17 de novembro de 2011.

\_\_\_\_\_. **Plano Plurianual 2008 – 2011**. Estratégia de Desenvolvimento (Capítulo 2). Brasília, p. 25-84, 2011. Disponível em <[http://www.camara.gov.br/internet/comissao/index/mista/orca/ppa/ppa\\_2008\\_2011\\_avaliacao2008/004\\_estrat\\_desenvolvimento.pdf](http://www.camara.gov.br/internet/comissao/index/mista/orca/ppa/ppa_2008_2011_avaliacao2008/004_estrat_desenvolvimento.pdf)> Acesso em 30 de novembro de 2011.

RIBEIRO, M. B. **Financiamento do investimento produtivo na economia brasileira**. 2006. 151 p. Tese de Doutorado (doutorado em economia). Departamento de Economia. Universidade de Brasília (UnB). Brasília, 2006. Disponível em <[http://vsites.unb.br/face/eco/teses/marcio\\_bruno\\_ribeiro\\_040.pdf](http://vsites.unb.br/face/eco/teses/marcio_bruno_ribeiro_040.pdf)> 30/10> Acesso em 30 de setembro de 2011.

SANT'ANNA, A.A; BORÇA JR.;, G.R.; ARAUJO, P.Q.M. Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.16, n.31, p.41-60, jun. 2009.

SANT'ANNA, A.A; BORÇA JR.;, G. R.; ARAUJO, P. Q. M. **Mercado de Crédito no Brasil**: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). Goiânia: Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Goiás. Observatório Nacional da Rede Federal de Educação Profissional, Científica e Tecnológica – Região Centro-Oeste, 2010.

OLIVEIRA, G.; TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. **Tempo Social**. São Paulo, v.15, n.2, nov. 2003. Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-20702003000200008](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20702003000200008)> Acesso em 22 de novembro 2011.

SOBREIRA, R. **Eficiência, Desregulamentação Financeira e Crescimento Econômico**: uma abordagem pós-keynesiana. CEDEPLAR. UFMG. Ouro Preto, 2009. Disponível em <[www.cedeplar.ufmg.br/economia/seminario/sobreira.doc](http://www.cedeplar.ufmg.br/economia/seminario/sobreira.doc)> Acesso em 20 de outubro de 2011.

TEIXEIRA, L. P. **Taxa de Investimento no Brasil**. Comissão de Economia e Estatística – CEE/CBIC. Belo Horizonte, 2004. Disponível em <<http://www.cbicdados.com.br/files/textos/009.pdf>> Acesso em 17 de novembro de 2011.

TORRES, F. H. E. T; PUGA, F. P. Investimento na Economia Brasileira: A caminho do crescimento sustentado. **Investimento e Crescimento**. BNDES. 30 p., jun. 2007. Disponível em <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/liv\\_perspectivas/01.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/liv_perspectivas/01.pdf)> Acesso em 30 de setembro de 2011.

VIEIRA, F. V. China: crescimento econômico de longo prazo. **Revista de Economia Política**. v. 26, n. 3. São Paulo, 2006. Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572006000300005](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572006000300005)> Acesso em 14 de outubro de 2011.

ZANELLAS, L. C. H. **Técnicas de pesquisa**. adaptação: Eleonora Falcão Vieira, Marialice de Moraes. – Florianópolis. Departamento de Ciências Contábeis/UFSC, 2007. 142 p.