

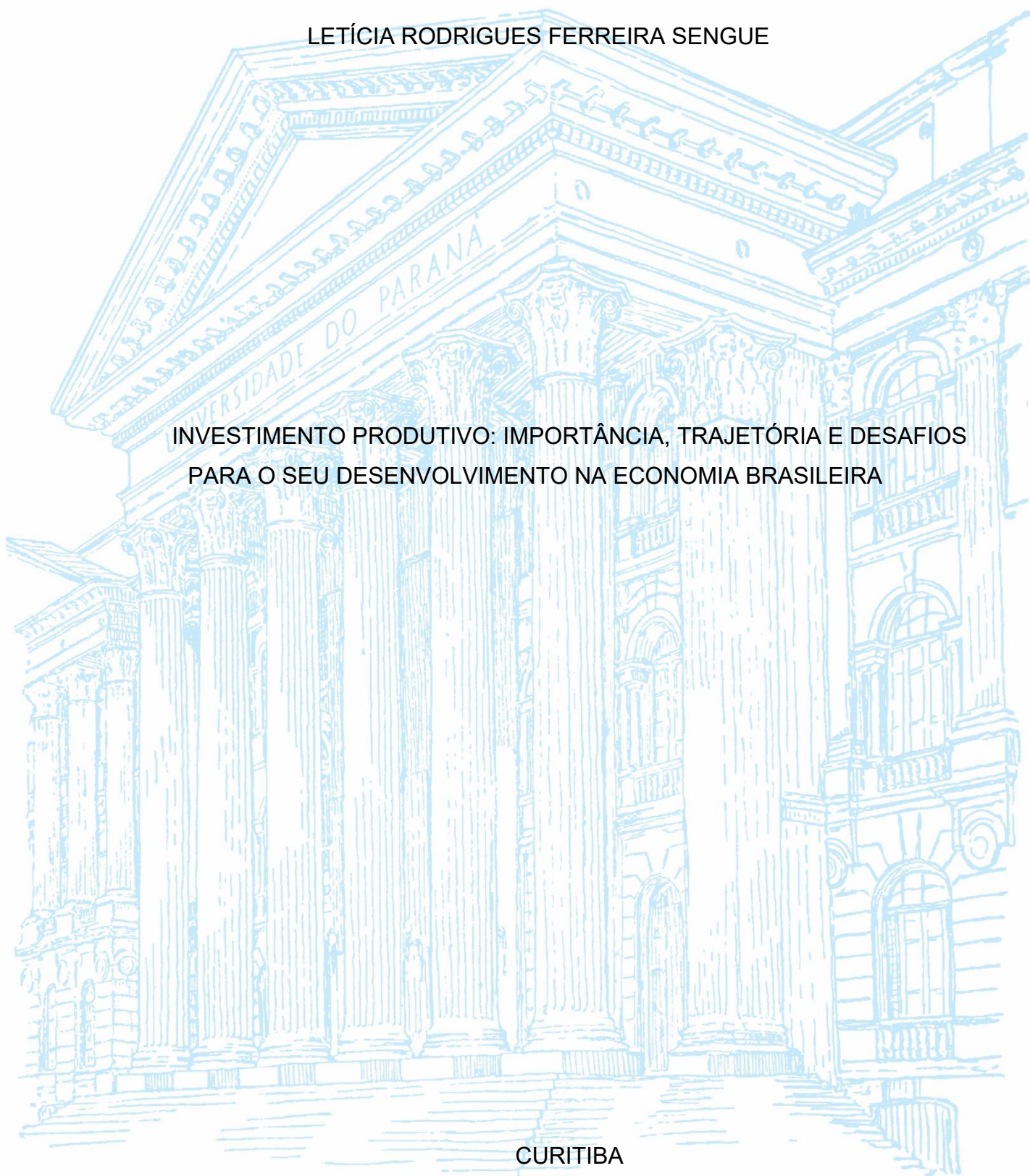
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LETÍCIA RODRIGUES FERREIRA SENGUE

INVESTIMENTO PRODUTIVO: IMPORTÂNCIA, TRAJETÓRIA E DESAFIOS
PARA O SEU DESENVOLVIMENTO NA ECONOMIA BRASILEIRA

CURITIBA

2023



LETÍCIA RODRIGUES FERREIRA SENGUE

INVESTIMENTO PRODUTIVO: IMPORTÂNCIA, TRAJETÓRIA E DESAFIOS PARA
O SEU DESENVOLVIMENTO NA ECONOMIA BRASILEIRA

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof.^a Dra. Larissa Naves de Deus Dornelas

CURITIBA

2023

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, pelo apoio mesmo que distante fisicamente.

A minha namorada Priscilla por toda a ajuda durante a monografia e a minha amiga Camila por deixar essa jornada mais leve.

E agradeço a Dra. Larissa por me orientar com muita paciência e tornar esse trabalho possível.

RESUMO

No âmbito da macroeconomia, é notável a importância dada à variável investimento, que devido à sua autonomia, cumpre papel chave na determinação da demanda agregada. Ao longo da maior parte da história econômica brasileira, as taxas de investimento permaneceram baixas, o que influencia a dinâmica de geração de emprego e renda no país. Entre os principais motivos, destacam-se a concentração do financiamento de investimentos em poucos bancos e a ainda limitada exploração do mercado financeiro de longo prazo no Brasil. Portanto, por meio de uma abordagem bibliográfica, busca-se compreender visões teóricas sobre o investimento. Em seguida, será analisada a trajetória dessa variável durante parte dos séculos XX e XXI no Brasil, e, por fim, serão observados alguns dados sobre os obstáculos para a expansão do investimento na economia brasileira.

Palavras-chave: Investimento; Keynes; Kalecki; crédito; juros; concentração bancária.

ABSTRACT

In the field of macroeconomics, the importance given to the investment variable is remarkable, as it plays a key role in determining aggregate demand. Throughout most of Brazil's economic history, investment rates have remained low, which influences the dynamics of job creation and income generation in the country. Among the main reasons are the concentration of investment financing in a few banks and the still limited exploration of the long-term financial market in Brazil. Therefore, through a bibliographic approach, we seek to understand theoretical views on investment. Next, we will analyze the trajectory of this variable during parts of the 20th and 21st centuries in Brazil, and finally, we will examine some data on the obstacles to the expansion of investment in the Brazilian economy.

Keywords: Investment; Keynes; Kalecki; credit; interest rates; banking concentration.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – FLUXO CIRCULAR DA RENDA	11
FIGURA 2 – <i>TABLEAU ÉCONOMIQUE</i> DA RENDA NACIONAL	13
GRÁFICO 1 – FBCF COMO PERCENTAGEM DO PIB EM VALORES NOMINAIS..	18
GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO DA QUANTIDADE DE EMPRESAS ESTATAIS DA UNIÃO	18
GRÁFICO 3 – FBCF EM VALORES NOMINAIS	19
GRÁFICO 4 – TAXA DE INVESTIMENTO – FBCF/PIB	21
GRÁFICO 5 – TAXA DE INVESTIMENTO NO MUNDO, EMERGENTES, AMERICA LATINA E BRASIL (% PIB)	22
GRÁFICO 6 – INDICADOR IPEA MENSAL DE FBCF – ÍNDICES DESSAZONALIZADOS	23
GRÁFICO 7 – PARTICIPAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES LÍDERES EM FINANCIAMENTOS DE INFRAESTRUTURA E DESENVOLVIMENTO PJ EM 2021	25
GRÁFICO 8 – PERCENTUAL DA CARTEIRA DE CRÉDITO PJ DO SFN POR PORTE DAS EMPRESAS	26
GRÁFICO 9 – SELIC E TAXA MÉDIA DE JUROS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS DIRECIONADOS PJ	27
GRÁFICO 10 – SPREAD MÉDIO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS DIRECIONADOS PJ	28

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

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

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

BACEN - Banco Central do Brasil

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

FBCF - Formação Bruta de Capital Fixo

FMI - Fundo Monetário Internacional

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

PIB - Produto Interno Bruto

PJ - Pessoa Jurídica

SFN - Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 AUTONOMIA DO INVESTIMENTO: UMA ANÁLISE SOBRE KEYNES E KALECKI	10
3 HISTÓRICO BRASILEIRO NA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO	17
4 ENTRAVES AO INVESTIMENTO NO BRASIL	24
CONSIDERAÇÕES FINAIS	30
REFERÊNCIAS.....	32

1 INTRODUÇÃO

Autores renomados como John Maynard Keynes e Michał Kalecki ofereceram perspectivas valiosas sobre os fatores determinantes e os impactos do investimento na economia, enriquecendo nossa compreensão do seu papel na atividade econômica e no desenvolvimento de longo prazo. Esses estudiosos exploraram diversos aspectos do investimento e sua relação com o Produto Interno Bruto (PIB).

A trajetória da formação bruta de capital fixo no Brasil evidencia os desafios e oportunidades enfrentados pela economia nacional, abrangendo desde o desenvolvimento industrial até os impactos das crises econômicas e as políticas adotadas, tanto para estimular quanto para reduzir os investimentos. Portanto, o objetivo geral deste estudo é analisar os entraves ao crescimento do investimento produtivo no contexto brasileiro. Como objetivos específicos, serão analisadas as teorias Keynesiana e Kaleckiana sobre o investimento; será apresentado um histórico sobre o investimento produtivo no Brasil; e, por fim, serão analisados fatores que podem explicar a baixa taxa de investimento no Brasil.

Para a realização deste trabalho, os dados foram levantados com base na metodologia bibliográfica, através de documentação indireta, utilizando-se de fontes primárias (documental) e secundárias. Além disso, foi utilizada a metodologia estatística, a partir da busca de dados quantitativos coletados no Banco Central do Brasil, Ipea (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) e IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) para avaliar as relações entre os diferentes aspectos do estudo.

O trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução. No primeiro capítulo, o objetivo específico da discussão é apresentar uma análise da autonomia da variável investimento em relação ao produto, com base nos estudos de Keynes e Kalecki, bem como seu caráter independente em relação à poupança.

O capítulo seguinte aborda a formação de capital fixo no Brasil, por meio do levantamento histórico nacional no período que abrange os anos de 1950 a 2022, objetivando demonstrar a estagnação do país no que se refere aos investimentos nesse quesito. O capítulo menciona os ciclos de investimento em formação bruta de capital fixo no país, destacando períodos de obras nos setores elétrico e de transporte na década de 1950, a crise dos anos 1980 e a necessidade de adaptação às mudanças na abertura econômica nos anos 1990.

O terceiro capítulo tem como objetivo específico discutir os entraves para o aumento do investimento produtivo no Brasil, utilizando-se da análise de dados estatísticos do Banco Central, para examinar o impacto das altas taxas de juros, *spreads*, a concentração bancária e o baixo desenvolvimento do mercado financeiro de longo prazo no país.

2 AUTONOMIA DO INVESTIMENTO: UMA ANÁLISE SOBRE KEYNES E KALECKI

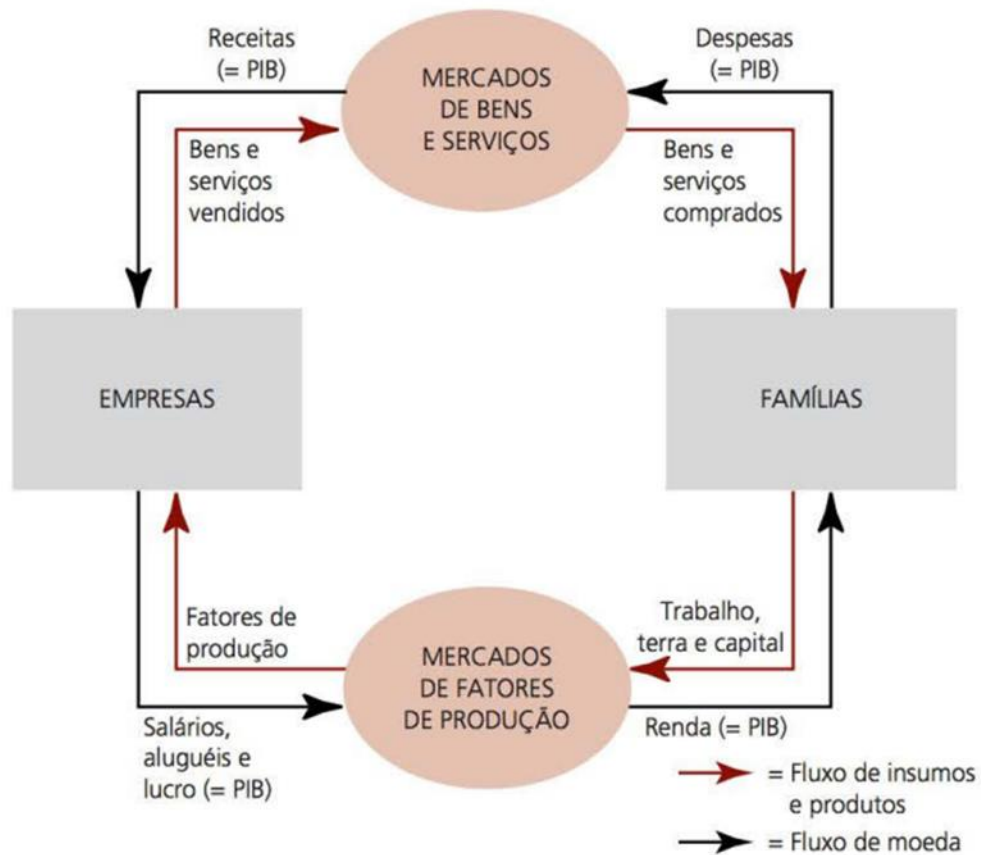
Gregory Mankiw (2010) argumenta que, mesmo em sociedades capitalistas de estrutura simples, sempre existem dois agentes: um vendedor e um comprador, que interagem em vários mercados. Para ilustrar esse conceito, o economista cria um cenário mercantil com um sorveteiro ambulante vendendo um picolé para uma criança, em que o sorveteiro é o vendedor e a criança é o comprador. Esse mecanismo básico ajuda a entender um dos principais pressupostos da economia: a renda de uma economia é igual à despesa, pois cada transação envolve um comprador e um vendedor.

O diagrama de fluxo circular da renda, permite observar todas as transações que envolvem as famílias e as empresas de uma economia simples, pois através dele é possível enxergar o funcionamento das trocas entre empresas e famílias, além dos fluxos de insumos, produtos e moedas. Assim, é possível simplificar o funcionamento da economia com o pressuposto que todos os bens e serviços são comprados por famílias e que elas gastam toda a sua renda. Além disso, o dinheiro flui continuamente das famílias para as empresas e destas novamente para as famílias (MANKIWI, 2010).

A troca constitui a forma de organização da vida material do homem capitalista, facilitando a identificação das transações no sistema econômico em que vivemos. Simplificar o funcionamento da economia só é possível ao se considerar que tudo pode ser avaliado monetariamente de maneira que toda a imensa gama de diferentes bens e serviços que uma economia é capaz de produzir possa ser transformada em algo de mesma substância ou seja, moeda ou dinheiro (PAULANI; BOBIK, 2020).

As famílias trocam sua capacidade produtiva, máquinas e terras, que constituem os fatores de produção para as empresas. As empresas transformam esses fatores em bens e serviços que serão oferecidos às famílias. Por sua vez, as famílias recebem por oferecerem os fatores de produção e utilizam essa recompensa (que pode ser salário, aluguel ou lucro) para adquirir os bens e serviços gerados pelas empresas. Essa dinâmica está representada na figura 01. O circuito interno do diagrama mostra os fatores fluindo das famílias para as empresas, e os bens e serviços fluindo das empresas para as famílias. O circuito externo mostra o fluxo monetário (CECHIN; VEIGA, 2009).

FIGURA 1 – FLUXO CIRCULAR DA RENDA



FONTE: MANKIW; GREGORY (2013, p. 467)

Através do fluxo circular da renda é coerente visualizar as trocas na economia e alcançar uma identidade macroeconômica comum: o produto agregado é igual à renda agregada, que é igual à despesa agregada. Resumidamente a função identidade mencionada pode ser descrita da seguinte forma: se quisermos avaliar o produto de uma economia em determinado período, podemos somar o valor de todos os bens produzidos (ótica do dispêndio) ou, alternativamente, somar os valores adicionados de cada unidade produtiva (ótica do produto) ou, ainda, somar as remunerações pagas a todos os fatores de produção (ótica da renda) (PAULANI; BOBIK, 2020). Portanto, o agregado macroeconômico, muitas vezes chamado de PIB (Produto Interno Bruto), pode ser mensurado pelas três óticas citadas.

É com a Teoria Geral de Keynes que ganham contornos definitivos os conceitos fundamentais da Contabilidade Social, bem como as identidades no nível macroeconômico e a relação entre os diferentes agregados (PAULANI; BOBIK, 2020). Adentrando sob a ótica da renda, utilizando a função renda de uma economia fechada, será demonstrado mais uma importante função identidade, amplamente difundida

após as ideias keynesianas expressas no livro Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.

Os componentes da função, também conhecidos como agregados macroeconômicos são: renda (Y), consumo (C), gastos do governo (G) e investimento (I):

$$(1) Y = C + G + I$$

Ao realizar manobra algébrica simples, chega-se no resultado que investimento é toda a renda, retirado o consumo e os gastos do governo. Portanto:

$$(2) I = Y - C - G$$

Considera-se que poupança é: renda extraído os gastos das famílias (consumo) e os gastos do governo (G). Assim, obtemos a seguinte função:

$$(3) S = Y - C - G$$

Logo, concluímos que poupança (S) é uma função identidade de investimento (I):

$$(4) S = I$$

A equivalência entre a quantidade de poupança e a quantidade de investimentos decorre do caráter bilateral das transações entre o produtor, de um lado, e o consumidor ou o comprador de equipamento de capital, de outro lado (KEYNES, 1936).

Embora o montante da poupança seja o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o montante do investimento resulte do comportamento coletivo dos empresários, estes dois montantes são, necessariamente, iguais, visto que qualquer deles é igual ao excedente da renda sobre o consumo (KEYNES, 1936).

A função identidade poupança e investimento também foi estudada pelo economista Michal Kalecki (1977), professor universitário polonês. Ele atribui grande importância ao agregado investimento no crescimento econômico. Kalecki apoia seu raciocínio no *tableau économique* desenvolvido pelo médico e economista François Quesnay (KALECKI, 1977). Ele apresenta sua tese de forma diferente de John Keynes, porém com o mesmo resultado: a identidade poupança e investimento.

Michal Kalecki (1977) parte do *tableau* e divide o sistema econômico em três grandes áreas. Área I, chamada de bens de capital. E as áreas II e III, que são referentes aos bens de consumo, contudo, separadas em bens de consumo dos capitalistas (área II) e bens de consumo dos trabalhadores (área III) (KALECKI, 1977). Ao considerar as identidades macroeconômicas de renda igual a consumo, e conseqüentemente igual à demanda agregada, através do *tableau* é possível identificar que a renda (Y) é a soma dos salários (W) e lucros (P), conforme última coluna da figura 02. Da mesma forma, a renda (Y) é o investimento (I) somado ao consumo dos capitalistas (Cc) e consumo dos trabalhadores (Cw), de acordo com a última linha expressa na figura 02.

FIGURA 2 – TABLEAU ÉCONOMIQUE DA RENDA NACIONAL

I	II	III	Total
P ₁	P ₂	P ₃	P
W ₁	W ₂	W ₃	W
I	Cc	Cw	Y

FONTE: LOPES DE SOUZA ALVES; VITOR. (2023)

Em termos algébricos, essa relação pode ser descrita da seguinte forma:

$$(5) Y = I + Cc + Cw$$

$$(6) Y = P + W$$

$$(7) P + W = I + Cc + Cw$$

Seguindo a ideia da fundamental equação de trocas, os bens de consumo dos trabalhadores produzidos pelo DIII ($Cw = P_3 + W_3$) são vendidos aos trabalhadores do próprio DIII (W_3) e aos trabalhadores de DI e DII ($W_1 + W_2$). Logo, tem-se que o consumo dos trabalhadores é a soma dos salários das três áreas (KALECKI, 1977):

$$(8) Cw = W_1 + W_2 + W_3$$

O pressuposto de que os trabalhadores não poupam, assim, todo o seu salário é gasto, é fundamental para a função. Portanto, consideramos que salários (W) são iguais ao consumo dos trabalhadores (Cw) (KALECKI, 1977):

$$(9) W = Cw$$

Ao eliminar essas variáveis da função abaixo, chega-se à conclusão de que lucros são o resultado de investimento e consumo dos capitalistas:

$$(10) \quad P + W = I + Cc + Cw$$

$$(11) \quad P = I + Cc$$

Os lucros e as rendas são determinados pelos dispêndios capitalistas em consumo e investimento. Com isso, o gasto é a única variável independente e a única decisão autônoma, implicando, independentemente da renda, magnitude e período contábil, que o gasto é idêntico ao somatório das receitas (DUARTE, 2019).

A variável investimento é central na teoria kaleckiana e keynesiana. Essa importância atribuída a ela não se deve ao seu peso na participação do produto, uma vez que o consumo assume esse papel, mas sim à sua autonomia no nível de atividade, o que a torna uma variável chave para a determinação não só do nível de atividade, mas também das flutuações e da instabilidade potencial de uma economia (DUARTE, 2019).

Kalecki (1977) continua suas conclusões e trabalha com a equação básica de que o lucro é igual à soma de investimento e consumo dos capitalistas. Ao subtrair o

consumo dos capitalistas de todas as determinantes, chegamos à mesma conclusão de Keynes (1936): a função identidade de poupança e investimento:

$$(12) \quad P(-C_c) = I + C_c(-C_c)$$

$$(13) \quad S_c = P - C_c$$

$$(14) \quad S_c = I$$

Muitos compreendem que devido a essa identidade é necessário que haja poupança para que assim aconteça o investimento. Contudo, isto não é verdadeiro, primeiro: porque ela não precede, nem temporal nem logicamente, o investimento; ela é por definição um fluxo de rendimentos simultâneo ao investimento por ele determinado. Segundo, porque quem financia o investimento é o crédito, este sim, um estoque (POSSAS, 1999).

É simples a explicação para a poupança não preceder o investimento: numa dada economia mercantil — e, portanto, monetária, onde o dinheiro cumpre todas as suas funções (meio de circulação, unidade de conta, meio de pagamento) —, em toda transação de compra e venda existe apenas uma decisão autônoma: a de gastar. Em consequência, todo gasto determina uma receita de igual magnitude. Por agregação, o total do gasto em um dado período contábil é sempre igual e determina o total da receita (POSSAS, 1999).

Portanto, segundo a teoria de Michal Kalecki (1977) e John Keynes (1936), o gasto determina a receita. Assim, o montante gasto sempre será igual a receita. Além do mais, o papel da poupança é consolidar, mas não financiar a acumulação de capital, reduzindo a instabilidade financeira que acompanha o crescimento econômico e proporcionar sustentabilidade ao mesmo (RESENDE, 2008).

Desconsiderando detalhes que não serão aprofundados nesta monografia sobre as teorias kaleckiana e keynesiana e suas divergências quanto à decisão de investir, ambas convergem na identidade poupança-investimento e na importância e autonomia do investimento no produto.

O investimento em capital fixo (ou seja, formação bruta de capital fixo) pode ser considerado um dos principais componentes na determinação do produto, emprego e

renda da economia de um país, pois promove o aumento da capacidade produtiva e a expansão do nível de atividade (LUPORINI e ALVES, 2010). As oscilações nos níveis de investimento podem provocar redução na taxa de crescimento da economia, acarretando significativas flutuações ao longo dos ciclos econômicos (RODRIGUES, 2015).

O Brasil, nas últimas décadas, principalmente a partir dos anos 90, vem enfrentando o problema de alta volatilidade da taxa de investimento, sendo que 89% da formação bruta de capital fixo na primeira década dos anos 2000 foram realizados pelo setor privado, algo próximo de 15% do PIB no período (LUPORINI e ALVES, 2010). A volatilidade das decisões de investimento no país, colabora negativamente para as flutuações da atividade econômica, sendo interpretada, muitas vezes, como uma das causas das baixas taxas de crescimento experimentado pelo país nas últimas décadas (LUPORINI e ALVES, 2010).

Com base no exposto, torna-se interessante analisar e discutir a história do investimento brasileiro nos últimos anos e os obstáculos enfrentados para o seu desenvolvimento.

3 HISTÓRICO BRASILEIRO NA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

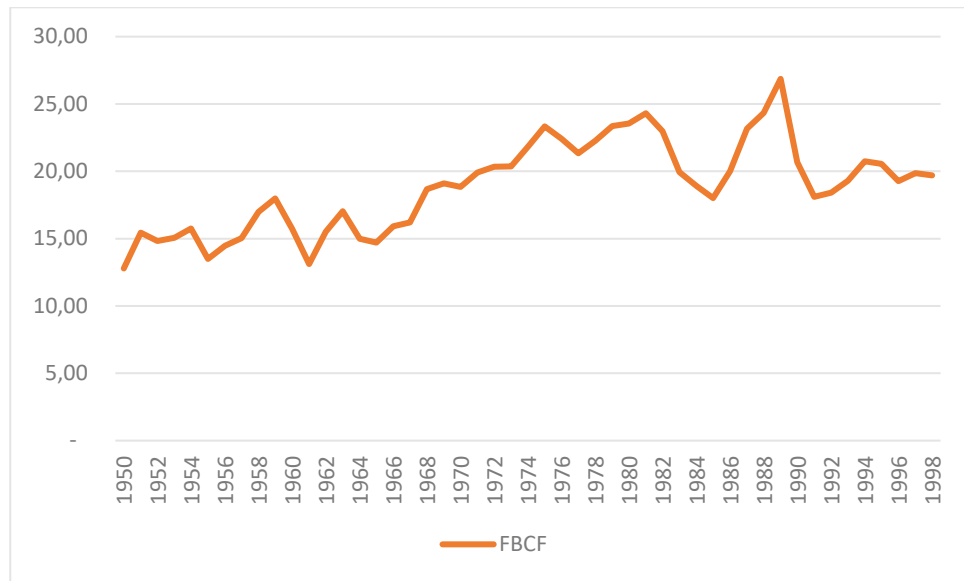
O papel fundamental da formação de capital fixo no crescimento econômico sustentável de uma Nação é evidente, uma vez que impulsiona a produção de bens e serviços. No caso da economia brasileira, a relação direta entre taxas de investimento, poupança interna e crescimento do PIB é clara. Observando o notório crescimento de alguns países nas últimas décadas, nota-se que aqueles que obtiveram elevadas taxas de investimento apresentaram maior incremento no PIB. Japão, China e Índia são exemplos destacados (GONÇALVES; PASSOS, 2019).

Apesar da reconhecida importância teórica abordada no primeiro capítulo deste trabalho, os investimentos nem sempre recebem a prioridade que deveriam no cenário brasileiro e são candidatos preferenciais a sofrerem cortes orçamentários durante os processos de ajuste fiscal – seja por questões de economia política, rigidezes legais e institucionais, seja pelo foco excessivo no curto prazo, que faz com que retornos de longo prazo sejam negligenciados. Os episódios de ajuste fiscal costumam estar relacionados a reduções desproporcionais nos investimentos públicos, o que gera um viés pró-cíclico na política fiscal. Esse viés acaba tendo um impacto negativo no crescimento econômico, pois causa volatilidade, incerteza e interrupções nos projetos (ORAIR, 2016).

A relação dos investimentos públicos e ciclos econômicos ao longo do tempo não é tão simples e previsível, observam-se tendências de expansão dos investimentos quando há crescimento mais que esperado nas receitas públicas, o inverso também é válido, quando existe maior rigidez orçamentária consequentemente são observados cortes no investimento público. (ORAIR, 2016). Durante o presente capítulo, será abordado de forma sintética o histórico brasileiro e seus ciclos de investimento em formação bruta de capital fixo.

No contexto macroeconômico, ao longo de boa parte do século XX, especificamente entre 1950 e 1998, houve um notável histórico em relação à participação do investimento no Brasil, representado pela formação bruta de capital fixo (FBCF). Abaixo segue um resumo desse período:

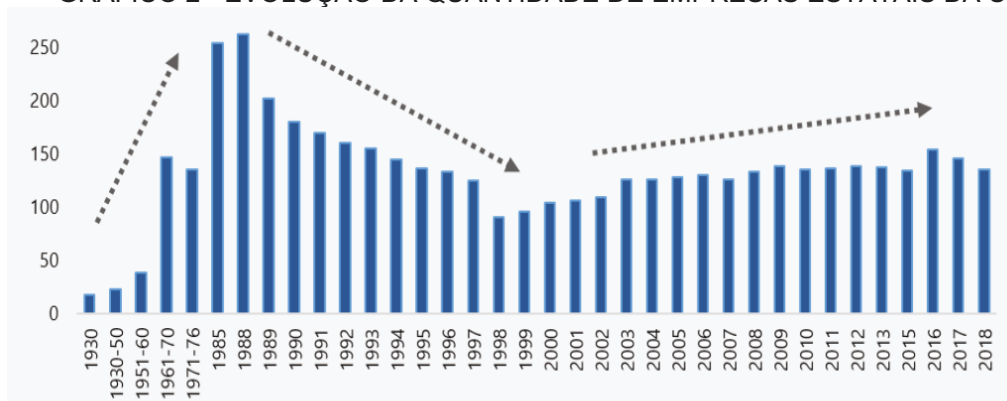
GRÁFICO 1 - FBCF COMO PERCENTAGEM DO PIB EM VALORES NOMINAIS



FONTE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2023)

Vamos iniciar abordando o período de 1950 a 1979, com dados ilustrados pelo gráfico 2, durante o qual o Brasil testemunhou a realização de várias obras nos setores elétrico e de transporte. Esse período foi marcado pela antipatia interna em relação ao capital privado estrangeiro, juntamente com o receio das empresas estrangeiras em investir no Brasil. Foi nesse contexto que diversas empresas estatais foram criadas com o objetivo de o setor público assumir a responsabilidade de suprir as necessidades de investimento nessas áreas. (FERREIRA; MALLIAGROS, 1999).

GRÁFICO 2 - EVOLUÇÃO DA QUANTIDADE DE EMPRESAS ESTATAIS DA UNIÃO

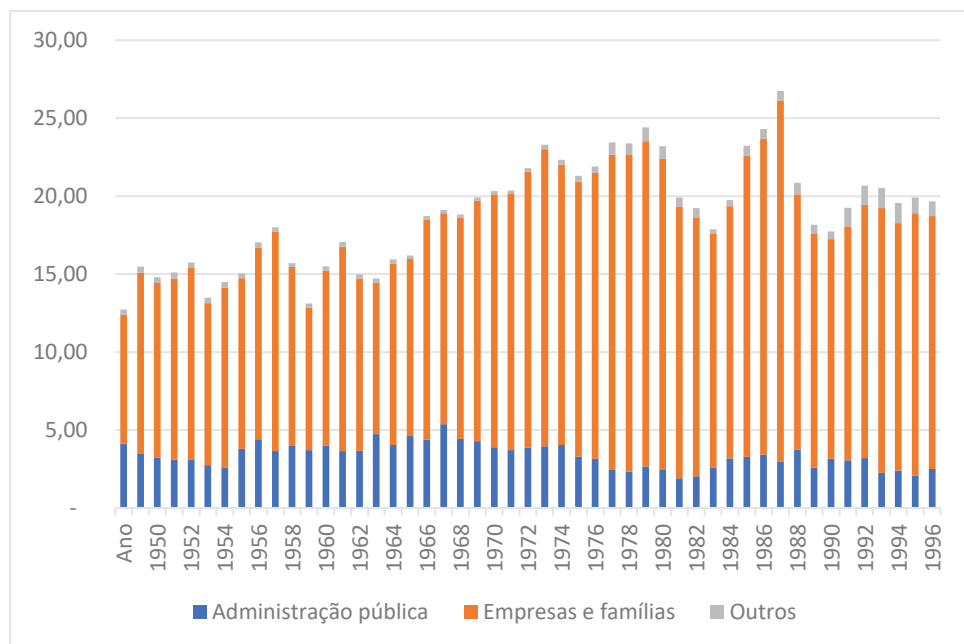


FONTE: Secretaria das Estatais e Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (2019)

A crise internacional nos mercados de empréstimos em 1982 marcou o início de um período que se estendeu desde os anos 80 até meados dos anos 90. O gráfico

3 mostra que, em termos agregados, a taxa de investimento (FBCF/PIB) apresentou aumento durante o período de 1969 a 1980. No entanto, com o colapso da economia brasileira na década de 1980, a taxa de investimento caiu para um patamar inferior ao observado antes dos anos 70, alinhado à baixa taxa de poupança do Brasil. A partir daí, houve uma manutenção desse baixo nível de investimento, com apenas sinais de recuperação após 2003. (JÚNIOR; CORNELIO, 2020).

GRÁFICO 3 – FBCF EM VALORES NOMINAIS



FONTE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2023)

Durante a crise de 1980, houve uma interrupção no fluxo de recursos externos para as empresas estatais, resultando em uma redução severa nos investimentos públicos, principalmente no setor de infraestrutura. Obras hidrelétricas, rodoviárias e ferroviárias foram paralisadas ou tiveram seu ritmo reduzido, levando ao deterioramento dos serviços como a manutenção de ferrovias e rodovias (FERREIRA; MALLIAGROS, 1999).

Com a abertura econômica no final dos anos 80, a indústria brasileira estava defasada em relação aos concorrentes internacionais. A infraestrutura estava sucateada devido à falta de investimento do setor público, que estava focado no gerenciamento das dívidas e da inflação. Essa situação levou à necessidade de adaptação ao novo cenário de competição acirrada e à projeção internacional do Brasil como receptor de investimento direto estrangeiro (RODRIGUES, 2020).

Durante esse período, as mudanças foram uma resposta à privatização de serviços públicos, globalização dos mercados e avanço das novas tecnologias de informação e conteúdo. Além disso, elas também foram impulsionadas pelo fim da inflação e a redução das incertezas. As empresas brasileiras buscaram se adaptar à competição acirrada e aproveitar a crescente projeção internacional do país para atrair investimentos estrangeiros diretos (RODRIGUES, 2020).

No início dos anos 90, as estatais enfrentaram dificuldades financeiras devido à extinção dos tributos ligados à infraestrutura após a promulgação da Constituição de 1988. A crise financeira do governo e a falta de fontes de financiamento reduziram a capacidade de investimento das estatais, afetando a qualidade dos serviços oferecidos no país. Como resposta, foi iniciado um amplo programa de privatizações que evidenciou uma forte relação entre os investimentos em infraestrutura e o produto interno, demonstrando sua interdependência (FERREIRA; MALLIAGROS, 1999).

Entre o final de 1994 e 1998, o mercado financeiro internacional enfrentou três crises significativas que tiveram um impacto intenso. A primeira ocorreu no México em 1994, afetando fortemente os mercados durante o primeiro semestre de 1995. A crise asiática de 1997 que foi seguida pela crise russa em 1998. O Brasil sofreu grandes consequências em todas as crises devido ao "efeito contágio", resultando em redução nos empréstimos para os países emergentes a cada crise (FERREIRA; MALLIAGROS, 1999).

Ao longo do século XX, o Brasil experimentou diversos ciclos de investimento influenciados tanto por fatores internos quanto externos. Geralmente, esses ciclos foram caracterizados por níveis relativamente baixos de investimento. No entanto, a partir dos anos 1990, com a implementação do Plano Real, o país alcançou um período de estabilidade econômica que estabeleceu as bases para os investimentos posteriores no século XXI.

No início do século XXI, o Brasil ao passo que experimentou desafios na estabilização econômica, conseguiu presenciar crescimento econômico. Os investimentos em infraestrutura (formação bruta de capital fixo), tiveram um papel fundamental no impulsionamento do crescimento econômico e na modernização do país, aumentando sua capacidade produtiva.

Entre os anos 2000 e 2005, os investimentos brasileiros permaneceram relativamente estáveis, com diferentes desempenhos nos setores. Enquanto o setor de telecomunicações viu uma queda considerável após o término do ciclo de

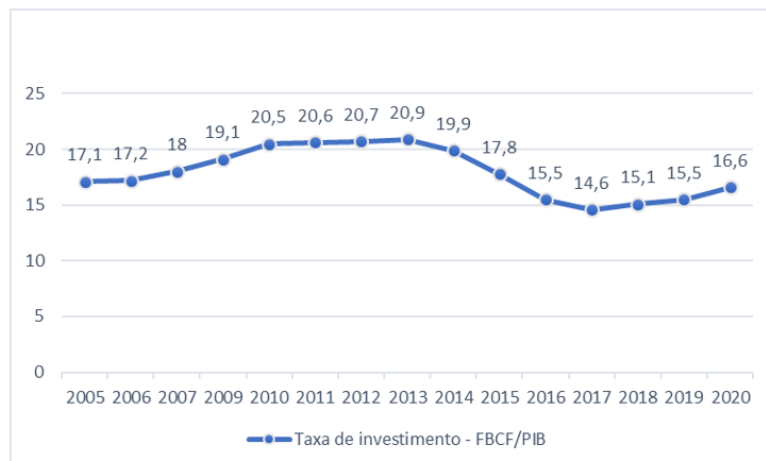
expansão iniciado nos anos 1990, a elevação nos preços internacionais das commodities impulsionou os investimentos na indústria de petróleo, gás e mineração (GABRIELLI, 2018).

No período de 2006 a 2008, ocorreu um significativo aumento nos investimentos e nos desembolsos. O cenário internacional favorável e o aumento nos preços das commodities contribuíram para que o país alcançasse melhor categorização pelas agências de classificação de risco internacionais. Isso atraiu mais investimento direto estrangeiro, especialmente na siderurgia (GABRIELLI, 2018).

Em 2008, a crise financeira internacional gerou incertezas globais e resultou em uma queda nos investimentos no Brasil. Para mitigar as restrições de crédito impostas pelo setor financeiro privado, o BNDES aumentou seus desembolsos. Os esforços governamentais se concentraram em logística e energia elétrica. Já de 2010 a 2013, houve uma retomada do ciclo de investimentos, com os desembolsos mantendo-se em níveis elevados. A taxa de investimento atingiu seu ponto mais alto em 2013, representando 20,9% do PIB, conforme destacado no gráfico 4 (GABRIELLI, 2018).

No período de 2014 a 2016, a economia brasileira enfrentou uma forte queda nos investimentos e nos dispêndios do BNDES, devido à crise fiscal e às incertezas políticas. A recessão vivida em 2015 e 2016 afetou significativamente o desempenho econômico, resultando em uma expressiva redução na taxa de investimento, que chegou a 15,5% do PIB no final desse período. As empresas enfrentaram um aumento no endividamento e reduziram os investimentos para lidar com o pagamento de dívidas (GABRIELLI, 2018).

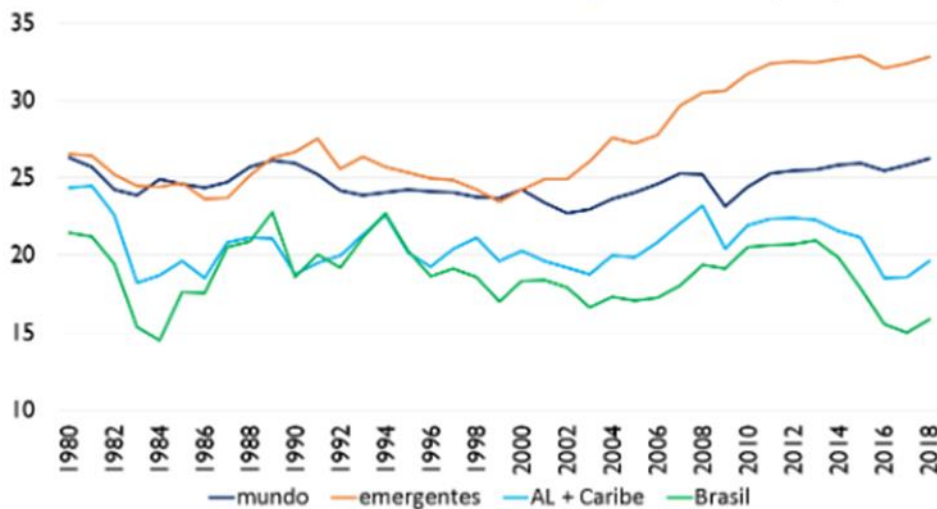
GRÁFICO 4 – TAXA DE INVESTIMENTO – FBCF/PIB



FONTE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2023)

Analisando somente os dados anuais, a maior diferença desde 1995 foi de 5,9 pontos percentuais entre 2013 (20,9%) e 2017 (15,0%). Segundo o World Economic Outlook do FMI no reporte anual de 2018, cerca de 90% dos países do mundo (152 países em uma amostra total de 172 países, correspondendo a 88,4% exatamente) registraram uma taxa de investimento superior a brasileira em 2018.

GRÁFICO 5 – TAXA DE INVESTIMENTO NO MUNDO, EMERGENTES, AMERICA LATINA E BRASIL (% PIB)



FONTE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2019)

A pandemia de COVID-19 gerou um impacto significativo na economia global, incluindo na formação bruta de capital fixo (FBCF), entre os fatores que influenciaram na recessão, e que também impactaram na FBCF estão: incertezas, restrições, paralizações e inflação. No gráfico a seguir, pode-se observar uma notável queda do investimento em 2020, seguida por uma significativa recuperação em 2021, impulsionada por investimentos em máquinas e equipamentos destinados a plataformas de petróleo, de acordo com o levantamento realizado pelo Ipea divulgado em 2021. No entanto, os investimentos ainda permaneceram abaixo dos níveis registrados em 2013, antes da crise, e apresentaram um comportamento heterogêneo, com momentos impulsionados pela construção civil e outros pelos setores de equipamentos de petróleo.

GRÁFICO 6 – INDICADOR IPEA MENSAL DE FBCF – ÍNDICES DESSAZONALIZADOS

(Base: média de 1995 = 100)



FONTE: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2023)

A formação bruta de capital fixo no Brasil tem apresentado um desempenho variado, influenciado por fatores externos, como a crise de 2008 e a crise do coronavírus, bem como por fatores internos, como a crise de 2014. Os dados mostram que o país continua com um nível de investimento em relação ao PIB semelhante ao observado durante grande parte da segunda metade do século passado. Essa estagnação é resultado de diversos pilares, sendo um deles o crédito e seus financiadores. No próximo capítulo, serão abordados pontos relevantes que afetam o desenvolvimento do investimento interno.

4 ENTRAVES AO INVESTIMENTO NO BRASIL

Os bancos desempenham um papel fundamental como agentes independentes na concessão de poder de compra, tanto para o consumo quanto para o investimento. Além de atuarem como intermediários financeiros, os bancos possuem a capacidade de criar moeda ao conceder crédito, fazendo parte de um amplo sistema institucional organizado em torno do Banco Central (FREITAS, 2009).

A criação de moeda pelos bancos ocorre por meio do reconhecimento de dívida contra si próprios, liberando a sociedade da necessidade de acumular recursos antecipadamente. Essa capacidade desempenha um papel crucial na expansão dos níveis de investimento. No entanto, é importante destacar que os bancos operam com base em expectativas sobre o futuro, em um mundo caracterizado pela incerteza, conforme explicita a Teoria Keynesiana. (FREITAS, 2009).

Desde a adoção do Plano Real, o ambiente concorrencial do sistema bancário brasileiro passou por importantes transformações, resultando no aumento da solidez das instituições. No entanto, até 2002, o sistema não apresentou mudanças significativas em sua forma de atuação em relação ao padrão dos anos de alta inflação, mantendo uma elevada preferência pela liquidez¹. Exceto por um curto período de expansão do crédito após o Plano Real, os bancos continuaram priorizando as aplicações em títulos públicos em detrimento da concessão de crédito (FREITAS, 2009).

Segundo Hyman Minsky (1986), o ativismo bancário além de atingir o volume e a distribuição do financiamento, também afeta o comportamento dos preços, da renda e do emprego. A seguir, será abordada a importância dos bancos no cenário brasileiro, evidenciando o papel fundamental desse sistema na concessão de crédito para o financiamento da formação bruta de capital.

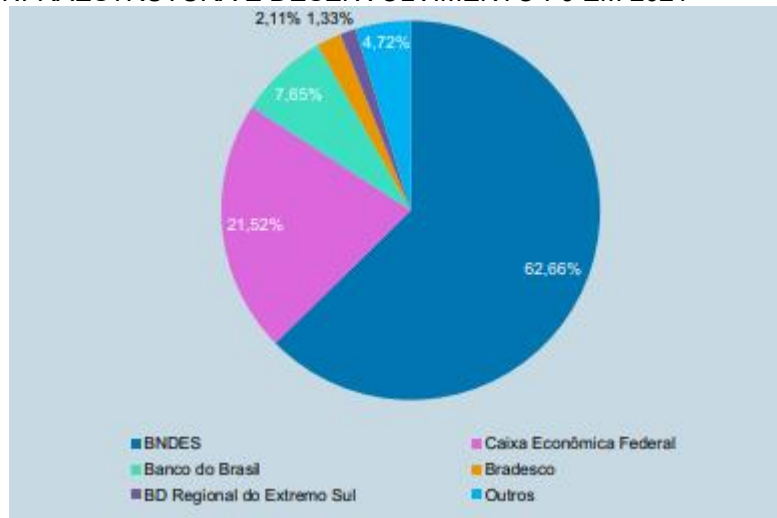
No Brasil, os bancos nacionais são os maiores ofertantes de crédito, representando, no final de 2021, 86,39% das operações no país, segundo os dados do Banco Central sobre o setor bancário brasileiro em 2021. No entanto, é interessante observar que a oferta de crédito bancário se concentra principalmente

¹ Teoria desenvolvida por John Keynes no livro Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936) onde a taxa de juros é uma recompensa por abrir mão da liquidez, ou seja, da segurança em ter maior controle sobre a moeda.

em empréstimos para pessoas físicas, como cartões de crédito e empréstimos consignados, e em linhas de capital de giro para pessoas jurídicas.

Quando se trata de investimentos, equivalentes à formação bruta de capital fixo, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Caixa Econômica Federal assumem a liderança nessas concessões de longo prazo, de acordo com os dados divulgados no Relatório de Economia Bancária de 2021.

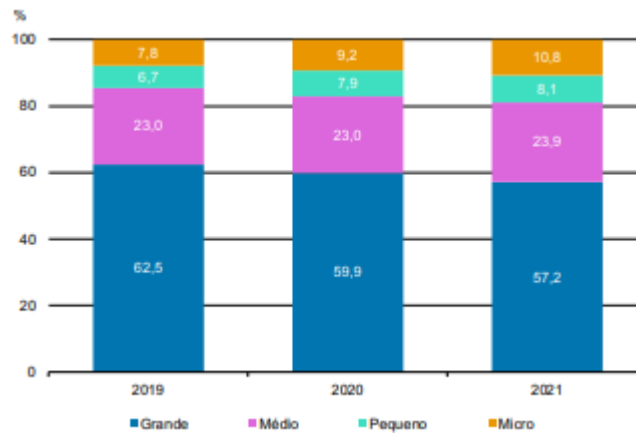
GRÁFICO 7 – PARTICIPAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES LÍDERES EM FINANCIAMENTOS DE INFRAESTRUTURA E DESENVOLVIMENTO PJ EM 2021



FONTE: Banco Central (2022)

Além disso, de acordo com o Relatório de Economia Bancária de 2021, a concessão de crédito no Brasil tem se direcionado principalmente às empresas de grande porte. Embora o cenário tenha sofrido pequenas mudanças durante a pandemia, conforme o gráfico 8 que mostra a redução do percentual das grandes empresas na carteira, esse padrão ainda prevalece.

GRÁFICO 8 – PERCENTUAL DA CARTEIRA DE CRÉDITO PJ DO SFN POR PORTE DAS EMPRESAS



FONTE: Banco Central (2022)

Adicionalmente, a oferta de crédito no Brasil é afetada por um ponto crucial: as altas taxas de juros, dentre as causas principais encontram-se: reduzir e controlar a taxa de inflação, na oscilação do setor externo, na alta dívida pública e a própria estrutura de mercado bancário, altamente concentrado, que permite as práticas de spreads bancários não condizentes com os praticados no mundo (OMAR, 2008).

A política econômica brasileira utiliza a taxa de juros como ferramenta para controlar a inflação e promover a estabilidade econômica no país. No entanto, a estratégia adotada e a trajetória da taxa de juros são influenciadas por diversos fatores, e o equilíbrio entre o controle da inflação e o estímulo ao crescimento econômico é um desafio constante para as autoridades econômicas do país.

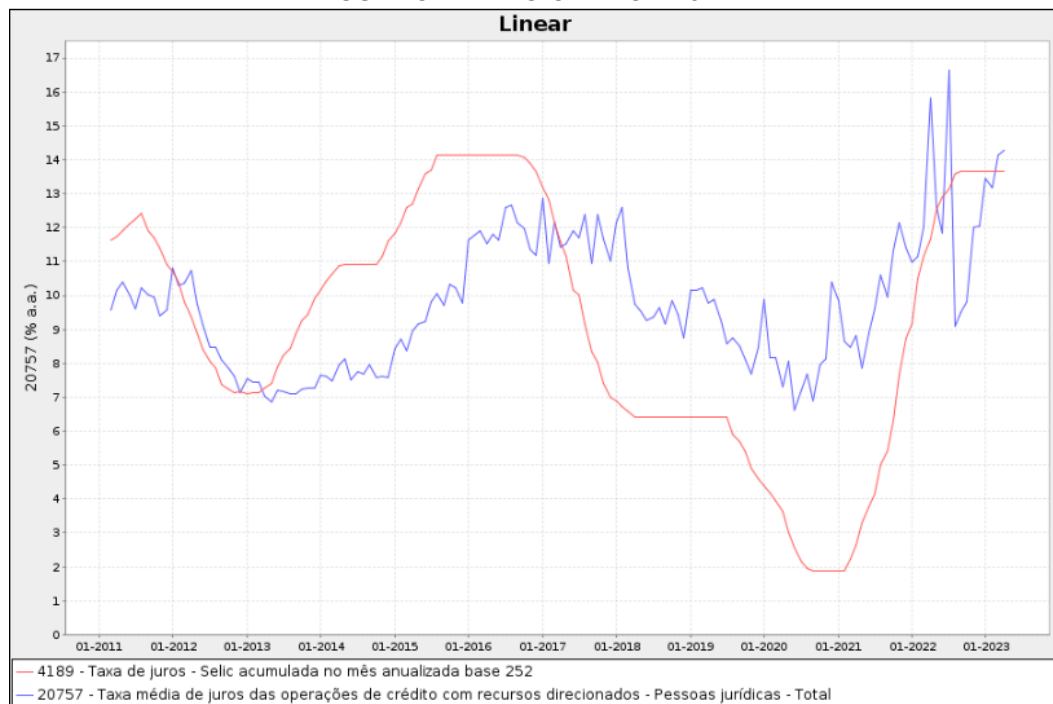
Durante períodos de inflação alta, o país adotou uma postura mais restritiva, elevando as taxas de juros para conter o aumento dos preços e estabilizar a economia.

Nos anos 1990, o país adotou um regime de metas de inflação, no qual o Banco Central tinha como objetivo principal controlar a inflação dentro de uma determinada faixa. Nesse regime, a taxa de juros passou a ser utilizada como instrumento para atingir as metas inflacionárias.

No entanto, altas taxas de juros têm sido criticadas por desestimular investimentos e prejudicar o crescimento econômico, visto que taxas elevadas podem aumentar os custos de financiamento para empresas e consumidores. Além disso, outros fatores, como o cenário fiscal, o mercado financeiro e eventos externos, também influenciam a política de controle da taxa de juros.

Nos últimos doze anos, as taxas de juros para investimentos sempre permaneceram acima de 6% ao ano. No gráfico 09, com dados do Bacen, é notável que, mesmo com a taxa Selic próxima a 2% ao ano entre os anos de 2020 e 2021, as taxas de juros sobre crédito direcionado foram praticadas em torno de 8% ao ano no mesmo período.

GRÁFICO 9 – SELIC E TAXA MÉDIA DE JUROS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS DIRECIONADOS PJ

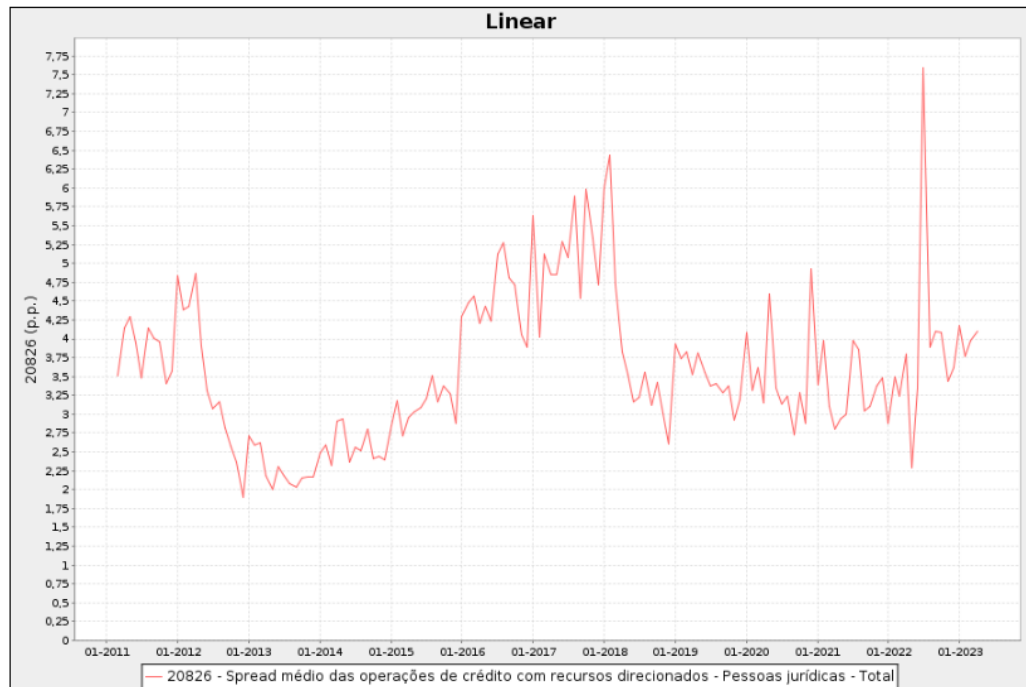


FONTE: Banco Central (2023)

Ademais, acreditava-se que, devido ao êxito no processo de estabilização de preços, a maior abertura e integração ao mercado financeiro internacional e, mais recentemente, à adoção de um regime de taxa de câmbio flutuante, os *spreads* bancários se aproximariam dos níveis internacionais (OREIRO; PAULA; SILVA; ONO, 2006).

No entanto, a redução não ocorreu conforme o esperado, entre março de 2011 e abril de 2023 a média do spread das operações de crédito com recursos direcionados (vinculados a recursos orçamentários destinados, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazos aos setores imobiliário, rural e de infraestrutura) para pessoa jurídica foi de 3,58% ao ano, conforme dados do Banco Central.

GRÁFICO 10- SPREAD MÉDIO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO COM RECURSOS DIRECIONADOS PJ



FONTE: Banco Central (2023)

No estudo publicado por Agnes Belaisch (2003), as evidências mostram que a estrutura de mercado predominante no setor bancário não é competitiva. Nesse contexto, os bancos têm poucos incentivos para melhorar sua eficiência operacional, operando com *spreads* elevados. Isso ocorre tanto para gerar receita suficiente para cobrir seus custos elevados quanto devido à capacidade de precificar seus serviços em um patamar significativamente acima do custo marginal de produção dos serviços bancários

Além das altas taxas de juros e da concentração bancária, o mercado de capitais brasileiro ainda possui um potencial pouco explorado. Para que as empresas cresçam e seus negócios se expandam, surge a demanda por crédito e por uma estrutura de capital que viabilize o aumento da escala produtiva (VIEIRA; MENDES, 2004).

Nos últimos anos, tem-se observado um aumento significativo no número de operações deste mercado. De acordo com dados da Anbima, em 2021 foram realizadas 487 emissões de debêntures, mais que o dobro do número registrado em 2015, que foi de 213. O número de ofertas públicas iniciais também cresceu, passando de duas ofertas em 2015 para 46 ofertas em 2021. É importante ressaltar que nesse

contexto deve ser considerado o período de juros baixos na economia brasileira, principalmente em 2020.

No entanto, até outubro de 2022, de acordo com a B3, havia apenas 475 empresas listadas na bolsa brasileira. Embora a bolsa brasileira seja a maior da América Latina, quando comparada com a Bombay Stock Exchange, que possui 5.749 empresas listadas, e a Frankfurt Stock Exchange, com 3.768 empresas listadas, fica evidente o amplo espaço que ainda pode ser explorado para o desenvolvimento do mercado de capitais, sendo fundamental para que as empresas tenham acesso a recursos privados no financiamento de seus projetos de investimento.

Conforme exposto, o investimento produtivo no Brasil tem enfrentado vários obstáculos à sua expansão. A concentração bancária resulta em um mercado de crédito restrito, ineficiente e oneroso. Além disso, os altos índices de juros que o Brasil historicamente experimentou e o mercado de capitais brasileiro incipiente, pouco explorado pelos setores produtivos para emissão de dívidas, contribuíram para dificultar o financiamento do investimento. Como consequência, essa importante variável macroeconômica permanece em níveis baixos, o que dificulta o desenvolvimento do setor produtivo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

De acordo com as teorias de Michal Kalecki (1977) e John Keynes (1936), o gasto desempenha um papel determinante na receita. Ambos os autores convergem na igualdade entre poupança e investimento, bem como no que diz respeito à poupança não ser responsável pelo financiamento do investimento e à autonomia deste no produto.

Ao longo da história do Brasil, os dados revelam que o país continua com o nível de investimento em relação ao PIB semelhante ao observado durante grande parte do século passado. A estagnação do investimento em formação bruta de capital fixo pode prejudicar o crescimento econômico, a produtividade, a competitividade, o emprego e renda de um país.

Essa estagnação no Brasil pode ser explicada a partir de vários fatores, sendo a concentração bancária, um dos principais. Somado a isso, as altas taxas de juros historicamente enfrentadas pelo Brasil e o mercado de capitais ainda pouco explorado, contribuem para o restrito acesso ao crédito de longo prazo formador do capital fixo na economia brasileira.

Como resultado, o investimento produtivo no Brasil enfrenta desafios, alguns decorrentes de sua história problemática, do descaso por parte dos principais bancos privados e do impacto das altas taxas de juros, prejudicando a eficiência do país, bem como dificultando o crescimento da escala de produção, da criação de empregos e da relevância da indústria nacional a nível global.

Diante desses resultados, fica evidente a necessidade de políticas econômicas que estimulem o investimento produtivo no Brasil, como a diversificação do setor bancário, incentivando a entrada de novos concorrentes, poderia contribuir para alterar o cenário descrito no estudo. Além disso, uma política monetária mais abrangente, que utilize outros instrumentos além da taxa de juros, poderia ser implementada. Também é essencial estabelecer uma regulamentação favorável que promova o crescimento do mercado de capitais e fortalecer os bancos de desenvolvimento, como o BNDES, para desempenharem um papel significativo.

Além disso, é importante considerar a implementação de políticas que facilitem o acesso ao crédito para empresas e empreendedores, promovam a estabilidade jurídica e regulatória, incentivem a inovação e a pesquisa e desenvolvimento, além de investimentos em infraestrutura e educação. Essas são apenas algumas das

possibilidades que podem ser exploradas na busca por soluções para o baixo investimento produtivo brasileiro.

Somente através de um ambiente favorável ao investimento produtivo e com políticas econômicas adequadas, será possível superar os desafios identificados e promover o desenvolvimento econômico sustentável no Brasil.

REFERÊNCIAS

- As equações marxistas de Kalecki – Sobre Economia.** Disponível em: <<https://www.blogs.unicamp.br/sobreeconomia/2022/03/02/as-equacoes-marxistas-de-kalecki/>>. Acesso em: 10 abr. 2023.
- CECHIN, A.; ELI DA VEIGA, J. **O fundamento central da Economia Ecológica.** [s.l.: 2009.]. Disponível em: <<http://citrus.uspnet.usp.br/feaecon/media/fck/File/Cechin%20eVeiga%20n%20May-org-EMA%202010.pdf>>. Acesso em: 27 mar. 2023.
- DA ROCHA GONÇALVES, R.; DE OLIVEIRA PASSOS, M. **Determinantes macroeconômicos da formação bruta de capital fixo no Brasil: 1996-2014.** Revista Economia Ensaios, v. 33, n. 2, 17 out. 2019.
- DE MENEZES BARBOZA, R.; FURTADO, M.; GABRIELLI, H. **textos para discussão 123 | Abril de 2018 A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer?** [s.l.: s.n.]. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14620/1/TD_123-AtuacaoHistorica_P_BD.pdf>.
- Do Brazilian Banks Compete?** Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Do-Brazilian-Banks-Compete-16533>>. Acesso em: 21 jun. 2023.
- DUARTE, A. M. **A contribuição de Kalecki para a teoria macroeconômica a partir de sua obra: Teoria da Dinâmica Econômica.** Pesquisa & Debate Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, v. 31, n. 1(55), 28 ago. 2019.
- FERREIRA, P. C. **Impactos produtivos da infra-estrutura no Brasil – 1950/95.** <http://ppe.ipea.gov.br>, 1 ago. 1998.
- FERREIRA, P. C.; MALLIAGROS, T. G. **Investimentos, fontes de financiamento e evolução do setor de infra-estrutura no Brasil: 1950-1996.** Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/575>>. Acesso em: 21 mai. 2023.
- FREITAS, M. C. P. DE. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, p. 125–145, 2009.
- MANKIWI, Gregory. **Introdução à economia.** São Paulo: Cengage Learning, 2010
- II Seminário sobre o SCN -Brasil Referência 2010.** [s.l.: s.n.]. Disponível em: <https://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Sistema_de_Contas_Nacionais/Seminarios_Contas_Nacionais_2010/Ativos_e_FBCF.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2023.
- KEYNES, John Maynard. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2017.

J SILVA, Jonas Costa da; OREIRO, Luís da Costa; PAULA, Fernando de. **Spread Bancário no Brasil: uma Avaliação Empírica Recente**. [S.l.: s.n.]. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/spread-bancario-no-brasil-uma-avaliacao-empirica-recente.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2023.

KALECKI, Michal. **As equações marxistas de reprodução e a economia moderna**. In: MIGLIOLI, Jorge. (Org.). Crescimento e ciclo das economias capitalistas. São Paulo: Hucitec, 1977

Luporini, V.; ALVES J. **Investimento privado: uma análise empírica para o Brasil**. Revista Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 3 (40), p. 449-475, dez. 2010.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma economia instável**. São Paulo: Novo Seculo, 2010.

OMAR, J. H. D. Taxa de juros: comportamento, determinação e implicações para a economia brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 12, p. 463–490, 1 dez. 2008.

ORAIR, R. O. **Investimento Público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal**. Discussion Papers, 1 jul. 2016.

PAULANI, L.; BOBIK, M. **A Nova Contabilidade Social**. [s.l.] Saraiva Educação S.A., 2020.

Portal da indústria es. Disponível em: <<https://portaldaindustria-es.com.br/publicacao/sao-mais-de-400-empresas-estatais-no-brasil>>. Acesso em: 21 jun. 2023.

POSSAS, M. L. **Demanda efetiva, investimento e dinâmica**: a atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica. Revista de Economia Contemporânea, v. 3, n. 2, 1999.

Relatório de Economia Bancária. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021.pdf>.

RESENDE, M. F. DA C. **O circuito finance-investimento-poupança- funding em economias abertas**. Revista de Economia Política, v. 28, n. 1, p. 136–154, mar. 2008.

RODRIGUES, D. A. **Os investimentos no Brasil nos anos 90: cenários setorial e regional**. web.bndes.gov.br, 1 jun. 2000.

IBGE. **Sistema de Contas Nacionais: Brasil**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html>. Acesso em: 21 jun. 2023.

SOUZA JÚNIOR, J. R. DE C.; CORNELIO, F. M. **Estoque de capital fixo no Brasil: séries desagregadas anuais, trimestrais e mensais.** <http://www.ipea.gov.br>, 1 ago. 2020.

Blog do IBRE. **Taxa de investimentos no Brasil: Menor nível dos últimos 50 anos.** Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-investimentos-no-brasil-menor-nivel-dos-ultimos-50-anos>.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro.** web.bndes.gov.br, 1 dez. 2004.