



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL

**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM ECONOMIA DO DESENVOLVIMENTO**

**FINANCEIRIZAÇÃO E ACUMULAÇÃO DE
CAPITAL NO BRASIL: 1995-2007**

IRACEMA KEILA CASTELO BRANCO

ORIENTADOR

Prof. Dr. Adalmir Antônio Marquetti

Porto Alegre, 2010

IRACEMA KEILA CASTELO BRANCO

FINANCEIRIZAÇÃO E ACUMULAÇÃO DE
CAPITAL NO BRASIL: 1995-2007

Dissertação apresentada como requisito para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de
Pós-Graduação em Economia da Pontifícia
Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

ORIENTADOR

Prof. Dr. Adalmir Antônio Marquetti

Porto Alegre, 2010

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C349f Castelo Branco, Iracema Keila.
Financeirização e acumulação de capital no Brasil: 1995 - 2007. /
Iracema Keila Castelo Branco. – Porto Alegre, 2010.
88 f.

Dissertação (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) –
Faculdade de Economia, PUCRS.

Orientador: Prof. Dr. Adalmir Antônio Marquetti

1. Economia - Brasil. 2. Financeirização. 3. Acúmulo de Capital
Fixo. 4. Investimentos. I. Marquetti, Adalmir Antônio. II. Título.

CDD 330.981

Bibliotecária Responsável

Anamaria Ferreira

CRB 10/1494

Iracema Keila Castelo Branco

FINANCEIRIZAÇÃO E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL NO BRASIL: 1995 - 2007

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia, pelo Mestrado em Economia do Desenvolvimento da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Aprovada em 30 de agosto de 2010, pela Banca Examinadora.

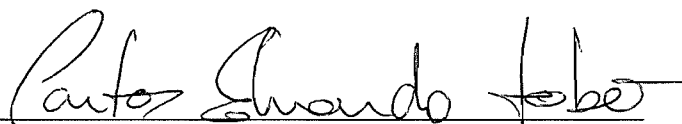
BANCA EXAMINADORA:



Prof. Dr. Adalmir Antonio Marquetti
Orientador



Prof. Dr. Paulo de Andrade Jacinto



Prof. Dr. Carlos Eduardo Lobo e Silva



Prof. Dr. Eduardo Maldonado Filho

DEDICATÓRIA

Dedico esta dissertação ao meu esposo,
Jurandir Bocalon, pelo apoio e
compreensão ao longo de
todo esse período.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela saúde e oportunidades que surgiram na minha vida. Agradeço a CAPES pelo financiamento da bolsa de pesquisa que me foi concedida.

Agradeço à minha família pelo apoio e incentivo, especialmente ao meu marido Jurandir pela paciência e tolerância, por saber compreender a minha ausência em diversos momentos durante o mestrado.

A todos os meus amigos e parentes por entenderem o meu afastamento de seus convívios em muitas ocasiões, especialmente aos meus sobrinhos Guido, Guilherme e Nicolás.

Aos meus colegas da turma de Mestrado pelo companheirismo e pela troca mútua de conhecimentos, em especial a Eduardo Schneider, Eduardo Teixeira, Gustavo, Henrique, Margarete e Fabrini.

Ao meu orientador, Economista e Prof. Dr. Adalmir Marquetti, pelo apoio, pela orientação, pela paciência e pelo aprendizado.

Aos demais professores do Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) da PUCRS pelos ensinamentos durante o curso.

À equipe da Secretaria do PPGE da PUC pelo ótimo atendimento sempre que solicitei seus serviços ou busquei informações.

Obrigada a todos!

RESUMO

Esta dissertação apresenta um estudo da relação entre financeirização e acumulação de capital fixo para o Brasil entre 1995 e 2007. As políticas neoliberais de desregulamentação dos mercados e a liberalização dos capitais possibilitaram o crescimento da valorização do capital na esfera financeira. Com o surgimento dos investidores institucionais e da governança corporativa, as empresas passaram a ter uma gestão voltada à maximização do “valor do acionista” com implicações nas decisões de investimento em acumulação de capital fixo. Os resultados do modelo econométrico estimado pelo método GMM proposto por Arellano e Bond revelaram uma relação negativa entre a financeirização e o investimento real para uma amostra de 209 empresas não-financeiras. Essa relação pode ser explicada por duas razões. Primeiro, as oportunidades de elevado lucro financeiro levariam a um crescimento dos investimentos financeiros, resultando em redução dos investimentos produtivos. Segundo, os aumentos nos pagamentos financeiros sob a forma de juros e dividendos diminuem os fundos disponíveis para investimento em acumulação de capital fixo.

Palavras-chave: financeirização, acumulação de capital fixo, investimento, economia brasileira.

ABSTRACT

This thesis presents a study of the relationship between finance and accumulation of fixed capital for Brazil between 1995 and 2007. The neoliberal policies of deregulation and liberalization of capital markets enabled the growth of capital appreciation in the financial sphere. With the emergence of institutional investors and corporate governance, companies now have their management focused on maximizing "shareholder value" with implications on investment decisions in accumulation of fixed capital. The results of the econometric model estimated by GMM proposed by Arellano e Bond showed a negative relationship between financialization and real investment based on a sample of 209 non-financial companies. This relationship can be explained by two reasons. First, the opportunities for high financial gains would lead to a growth in financial investments, resulting in reduction of real investments. Second, increases in financial payments in the form of interest and dividends may reduce the funds available for investment in fixed capital accumulation.

Keywords: financialization, accumulation of fixed capital, investment, Brazilian economy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | | |
|-------------|---|----|
| Gráfico 1 – | Alíquotas nominais médias de importação no Brasil (1988 – 1998) | 36 |
| Gráfico 2 – | Taxa de desemprego no Brasil (1989 – 1994)..... | 37 |
| Gráfico 3 – | Câmbio comercial (compra) durante o Governo FHC. | 43 |
| Gráfico 4 – | Taxa de câmbio e taxa de juros no Brasil durante o governo Lula | 46 |
| Gráfico 5 – | Formação bruta de capital fixo/PIB (%) a preço corrente..... | 49 |
| Gráfico 6 – | Taxa de juros anual Brasil e EUA | 50 |
| Gráfico 7 – | Ativos financeiros como percentual dos ativos fixos nas empresas não- financeiras | 66 |
| Gráfico 8 – | Pagamentos financeiros como percentual do lucro operacional nas empresas não-financeiras | 67 |
| Gráfico 9 – | Receitas financeiras como percentual do lucro operacional nas empresas não- financeiras | 68 |

LISTA DE TABELAS

| | | |
|-------------|---|----|
| Tabela 1 – | Crescimento da dívida externa do Brasil (US\$ bilhões)..... | 31 |
| Tabela 2 – | Balanço de Pagamentos em Transações Correntes e Dívida Externa Líquida (US\$ milhões) | 32 |
| Tabela 3 – | Indicadores macroeconômicos da economia brasileira (1980-1990) | 33 |
| Tabela 4 – | Variáveis macroeconômicas do Brasil (1995 – 2002)..... | 44 |
| Tabela 5 – | Reajuste do salário mínimo (2003 – 2010)..... | 48 |
| Tabela 6 – | Distribuição da amostra: setores das empresas não-financeiras cotadas na Bovespa com demonstrações contábeis para o período de 1995-2007 | 64 |
| Tabela 7 – | Participação % da amostra de empresas no PIB | 65 |
| Tabela 8 – | Estatísticas descritivas das variáveis do modelo | 69 |
| Tabela 9 – | Resultados da regressão para todas as empresas, empresa com governança corporativa e indústria de transformação | 70 |
| Tabela 10 – | Resultados da regressão para as empresas privadas e públicas | 73 |
| Tabela 11 – | Resultados da regressão de acordo com o porte das empresas | 74 |

SIGLAS E ABREVIATURAS

| | |
|--------|--|
| BACEN | Banco Central do Brasil |
| BNDES | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| COPOM | Comitê de Política Monetária |
| FBCF | Formação Bruta de Capital Fixo |
| FHC | Fernando Henrique Cardoso |
| FMI | Fundo Monetário Internacional |
| FSE | Fundo Social de Emergência |
| IBGC | Instituto Brasileiro de Governança Corporativa |
| IBGE | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística |
| IGP-DI | Índice Geral de Preço de Disponibilidade Interna |
| II PND | Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento |
| IPCA | Índice de Preços ao Consumidor Amplo |
| IPEA | Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada |
| OPEP | Organização dos Países Exportadores de Petróleo |
| PAC | Programa de Aceleração do Crescimento |
| PAI | Programa de Ação Imediata |
| PIB | Produto Interno Bruto |
| PICE | Política Industrial e de Comércio Externo |
| PND | Programa Nacional de Desestatização |
| PREVI | Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil |
| PROUNI | Programa Universidade Para Todos |
| MSI | Modelo de Substituição de Importação |
| SELIC | Sistema Especial de Liquidação e de Custódia |
| URV | Unidade Real de Valor |

SUMÁRIO

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 12 |
| 2 | FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL | 15 |
| 2.1 | A ASCENSÃO DO NEOLIBERALISMO | 16 |
| 2.2 | A DESREGULAMENTAÇÃO DOS MERCADOS E A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA | 19 |
| 2.3 | A MUDANÇA NA GESTÃO DAS EMPRESAS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA..... | 24 |
| 3 | REFLEXOS DA FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA | 28 |
| 3.1 | A CRISE DA DÍVIDA EXTERNA E O INÍCIO DAS POLÍTICAS NEOLIBERAIS | 29 |
| 3.2 | O PLANO REAL E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: A CONSOLIDAÇÃO DO NEOLIBERALISMO NO BRASIL | 37 |
| 3.3 | GOVERNO LULA: CONTINUIDADE E MUDANÇAS DAS POLÍTICAS NEOLIBERAIS | 45 |
| 4 | ESTUDO EMPÍRICO PARA A ECONOMIA BRASILEIRA | 51 |
| 4.1 | REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA..... | 52 |
| 4.2 | ESPECIFICAÇÃO DO MODELO | 54 |
| 4.2.1 | Especificação das variáveis | 55 |
| 4.2.2 | Rentabilidade e demanda..... | 57 |
| 4.2.3 | Pagamentos financeiros | 57 |
| 4.2.4 | Nível de endividamento..... | 58 |
| 4.2.5 | Nível de aplicações financeiras e receitas financeiras..... | 58 |
| 4.3 | ABORDAGEM TEÓRICA DO MODELO | 59 |
| 4.4 | ABORDAGEM ECONOMÉTRICA DO MODELO..... | 60 |
| 4.5 | BANCO DE DADOS E REPRESENTATIVIDADE DA AMOSTRA..... | 63 |
| 4.6 | ESTIMATIVA ECONOMÉTRICA E ANÁLISE DOS RESULTADOS | 65 |

| | | |
|----------|--------------------------|-----------|
| 5 | CONCLUSÃO..... | 77 |
| | REFERÊNCIAS | 80 |
| | ANEXO | 87 |

1 INTRODUÇÃO

A Financeirização é um tema muito discutido nos últimos anos, principalmente após a crise econômica mundial em 2008. O sistema capitalista iniciou a sua fase neoliberal, nos países desenvolvidos, no começo dos anos 1980 e, desde então, o processo de acumulação de capital se deslocou da esfera produtiva para a esfera financeira a partir de uma lógica de funcionamento baseado na especulação financeira. Essa nova fase do capitalismo apresenta taxas de crescimento econômico inferior às observadas nos anos dourados, principalmente nos países de economia avançada.

A ascensão do neoliberalismo possibilitou a adoção de políticas de desregulamentação dos mercados financeiros e liberalização dos movimentos de capitais. Essas medidas permitiram o surgimento dos investidores institucionais, em grande medida, responsáveis pelas mudanças na forma de gestão das empresas e na adoção dos princípios de governança corporativa. Os gestores são incentivados a encurtar o horizonte de planejamento das empresas em busca da maximização do “valor do acionista”. As empresas produtivas foram empurradas para um processo de valorização das suas ações baseado na especulação financeira com implicações para a dinâmica de investimento em capital fixo.

Nesse sentido, os possíveis efeitos da financeirização sobre o processo de acumulação de capital têm atraído muitos debates na literatura econômica, como por exemplo, Stockhammer (2004) analisou empiricamente a relação entre financeirização e acumulação de capital em nível macroeconômico. Ele argumenta que o aumento do investimento em ativos financeiros por parte das empresas não-financeiras indica uma mudança de objetivos da gestão dessas empresas, adotando “preferência rentista”. As empresas passaram a focar no retorno de curto prazo, gerando um efeito negativo sobre as decisões de investimento real.

A economia brasileira não está imune a esse processo. A complexidade das relações entre o setor produtivo e o setor financeiro se tornou evidente durante a crise econômica de 2008, quando empresas como a Sadia e a Aracruz quase foram à falência devido aos prejuízos contabilizados com a especulação financeira.

Para Miguel Bruno (2007), o Brasil está sob um regime de crescimento denominado *finance-dominated accumulation regime*, incapaz de garantir altas taxas de crescimento econômico. A análise realizada com base nos dados macroeconômicos revelou uma baixa propensão à re-investir o lucro das empresas e a permanência de taxas muito baixas de

crescimento do estoque de capital fixo, reduzindo assim, o potencial de crescimento da economia.

Embora grande parte da literatura sobre esse tema incida sobre os aspectos macroeconômicos, o conceito tem um ponto análogo importante em nível de empresa, considerando os aspectos microeconômicos.

Desse modo, o objetivo geral desta dissertação é analisar os efeitos da financeirização sobre as decisões de investimento em acumulação de capital para a economia brasileira no período de 1995 a 2007. Para isso, será realizado um estudo empírico para uma amostra de 209 empresas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) com base nas demonstrações contábeis. As informações para a pesquisa foram obtidas do banco de dados Balanço Online organizado pelo Jornal Gazeta Mercantil. Esse banco de dados contém informações de todas as empresas que desde 1995 publicaram seus demonstrativos econômico-financeiros na mídia nacional. As demonstrações contábeis são compostas de Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultado do Exercício e Demonstrativo de Origens e Aplicações de Recursos.

A amostra representa 58% das empresas não-financeiras listadas no Bovespa em julho de 2009, distribuídas em 27 setores da economia. O faturamento do conjunto dessas empresas representou 27,8% do PIB brasileiro em 2007.

O estudo considera dois canais através dos quais a financeirização pode dificultar o investimento em capital fixo. Primeiro, as empresas não-financeiras podem aumentar os seus investimentos financeiros em relação aos seus investimentos reais sempre que a rentabilidade dos investimentos financeiros superar o retorno esperado do investimento real. Por conseqüência, uma parte crescente dos rendimentos dessas empresas será proveniente de fontes financeiras. Segundo, a gestão das empresas está sob constante pressão dos acionistas para distribuir uma parte crescente dos seus ganhos para os detentores de ações sob a forma de juros sobre o capital próprio e dividendos. O aumento desses pagamentos financeiros reduz os fundos disponíveis para o investimento real.

São poucos os trabalhos empíricos que se dedicam a esse tema para a economia brasileira e, em geral, se utilizam de variáveis macroeconômicas. Este trabalho é o primeiro a estudar, a partir de dados microeconômicos, os possíveis efeitos da financeirização sobre o investimento real do setor não-financeiro para a economia brasileira. Esse tipo de dados permite uma análise mais apurada dos efeitos e intensidade da financeirização para as empresas com governança corporativa, da indústria de transformação, públicas, privadas e de diferentes tamanhos.

A presente dissertação está organizada da seguinte forma. O capítulo dois discute o processo de financeirização da economia mundial. Na fase neoliberal, o processo de acumulação de capital se deslocou do setor produtivo, baseado no trabalho, para se valorizar no setor financeiro, baseado na especulação financeira. A desregulamentação dos mercados financeiros e o processo de liberalização dos capitais e da globalização financeira permitiram o surgimento dos investidores institucionais, que reúnem elevado volume de capitais em busca da máxima valorização. O aumento desse tipo de investidor no mercado de capitais alterou os objetivos da gestão das empresas com impacto nas decisões de investimento.

O capítulo três aborda os reflexos da financeirização sobre a economia brasileira. A crise da dívida externa desestruturou as políticas desenvolvimentistas diante da crise fiscal do Estado e proporcionou um ambiente propício para a instalação do neoliberalismo. A estabilidade econômica alcançada com o Plano Real foi sustentada pelo processo de intensificação das privatizações e políticas de desregulamentação da economia e abertura financeira. Com o sistema de metas de inflação, a elevada taxa de juros praticada no Brasil tem garantido o controle dos preços, mas por outro lado, desestimula o investimento e a atividade econômica.

O capítulo quatro apresenta o estudo empírico para a economia brasileira. É apresentado o modelo usado para analisar os possíveis efeitos da financeirização sobre a acumulação de capital. A função investimento leva em consideração tanto variáveis reais quanto financeiras na determinação do investimento. A técnica econométrica usada é um modelo dinâmico de dados em painel estimado pelo *Generalised Method of Moments* (GMM) usando a técnica proposta por Arellano e Bond. Os resultados dos testes de Arellano-Bond (AR2) e Sargan/Hansen permitem considerar que todas as estimações são válidas e, assim, satisfazem os requisitos estatísticos requeridos para habilitar os resultados das estimações às análises realizadas.

Por fim, serão apresentadas as conclusões do trabalho. Os resultados empíricos indicam a existência de uma relação negativa entre a financeirização e o investimento produtivo, sendo mais intensa dependendo da adoção ou não dos princípios de governança corporativa, da propriedade e do tamanho da empresa.

2 FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL

A crise estrutural do capitalismo durante a década de 1970 com a ruptura do sistema de Bretton Woods implicou no fim da fase dourada do capitalismo cujas características eram o controle e restrição à mobilidade de capital pelo Estado, elevada taxa de crescimento econômico com aumento dos benefícios sociais e maior engajamento político da classe trabalhadora.

Essa fase foi substituída pelo neoliberalismo apoiado em políticas de desregulamentação dos mercados e liberalização dos movimentos de capitais. O capital passou a ser valorizado na esfera financeira, gerando uma riqueza fictícia, na medida em que, o crescimento da riqueza financeira era muito superior ao da economia real. A financeirização da economia se fundamenta pelo aumento da esfera financeira frente à esfera produtiva a partir de uma lógica de funcionamento do sistema capitalista baseado na especulação financeira.

Neste capítulo serão tratados os principais pontos que dizem respeito à financeirização da economia mundial, que levaram à mudança de comportamento das empresas não-financeiras com implicações para o investimento em capital fixo.

O capítulo está organizado em três itens. O primeiro aborda a ascensão do neoliberalismo nos países desenvolvidos. O neoliberalismo é a forma que o sistema capitalista assume após a década de 1970 e que encontrou na financeirização da economia uma nova fase de reprodução do capital baseado na geração de riqueza financeira.

O segundo trata da desregulamentação dos mercados financeiros e globalização financeira, que possibilitaram o surgimento dos investidores institucionais. O aumento desse tipo de investidor contribuiu para a instalação de uma lógica especulativa de funcionamento do sistema capitalista. Eles reúnem elevado volume de capitais em busca da máxima valorização no curto prazo, esses recursos foram direcionados para o mercado de capitais com implicações para a gestão das empresas não-financeiras.

O terceiro discute as mudanças na gestão das empresas não-financeiras e o surgimento da governança corporativa. O crescimento dos investidores institucionais exigiu mecanismos para resolução do conflito entre propriedade e gestão. As empresas passaram a ter uma gestão voltada à maximização do “valor do acionista” com implicações nas decisões de investimento em acumulação de capital fixo.

2.1 A ASCENSÃO DO NEOLIBERALISMO

O período do imediato pós-guerra até o início da década de 1970 entrou para a história como os “anos durados” do capitalismo. Esse período se caracterizou pelo forte crescimento econômico, aumento dos benefícios sociais e maior engajamento político dos trabalhadores, principalmente nos países de economia avançada.

A grande crise dos anos 1930, as mazelas da segunda guerra mundial e, de certa forma, o medo do avanço comunista fizeram com que os países capitalistas entrassem em uma nova ordem mundial sob hegemonia norte-americana e construída a partir do acordo de Bretton Woods. Para garantir a paz e a estabilidade econômica era necessário organizar uma nova configuração das relações entre Estado, mercado e instituições democráticas. Essa configuração do sistema capitalista permitiu a criação do Estado de bem-estar social nos países desenvolvidos.

Os Estados utilizaram políticas fiscais e monetárias keynesianas para assegurar o crescimento econômico e o nível do emprego. O livre comércio de mercadorias foi incentivado sob um sistema de câmbio fixo ancorado na conversibilidade do dólar norte-americano em ouro a um preço fixo. O dólar passou a se a moeda de reserva global, os Estados Unidos era o responsável por manter a liquidez mundial e, em troca, se beneficiava da senhoriagem global.

Harvey (2008) denomina esse período de “liberalismo embutido” e destaca que essa nova ordem mundial foi capaz de produzir elevadas taxas de crescimento econômico. Isso devido a uma política redistributiva baseada na ampliação dos gastos públicos e criação do Estado de bem-estar social.

O Estado controlava a mobilidade de capital e os mercados. O setor privado desenvolvia as suas atividades em um ambiente de regras pré-estabelecidas. As intervenções do Estado na economia eram amplas, que se por um lado reduzia algumas atividades empreendedoras, por outro, liderava a estratégia econômica e industrial. Nesse período, combinava-se certo grau de planejamento do desenvolvimento econômico com elevadas taxas de crescimento econômico.

Entretanto, no final da década de 1960, os países capitalistas começaram a sofrer os efeitos de uma nova crise econômica mundial, caracterizada por um fenômeno conhecido como “estagflação”, que combinava baixo crescimento econômico com elevadas taxas de inflação. Os Estados nacionais enfrentaram uma grave crise fiscal diante dos altos déficits

orçamentários e elevado endividamento, perdendo assim, a capacidade de induzir o crescimento econômico por meio de políticas keynesianas.

Duménil e Lévy (2004) destacam que nos anos 1970 iniciou uma crise estrutural do capitalismo causada pela queda da taxa de lucro. A crise se manifestou através do baixo nível de investimento e reduzido crescimento econômico, o que provocou elevação da inflação, lentidão da progressão do salário e desemprego.

Para Crotty (2002), as próprias contradições inerentes ao arranjo institucional que permitiram os anos dourados do capitalismo também conduziram ao seu fracasso. A instabilidade econômica iniciou no final dos anos 1960 e teve seu ápice na década de 1970 com dois choques no preço do petróleo e o fim do sistema de câmbio fixo acordado em Bretton Woods.

A crise de acumulação do capital da década de 1970 atingiu todas as camadas sociais por meio da combinação de desemprego e inflação. A insatisfação era generalizada, partidos comunistas e socialistas ganhavam terreno na Europa, enquanto que nos Estados Unidos, movimentos populares exigiam reformas e intervenções estatais. A ordem econômica mundial construída no pós-guerra se mostrava esgotada e a superação da crise exigia novas alternativas.

Nesse contexto, as políticas neoliberais foram apresentadas como a única solução para a crise das economias capitalistas e, desde então, o neoliberalismo se estabeleceu enquanto pensamento hegemônico em defesa da liberalização da economia dos controles e regulamentações estatais, possibilitando a livre mobilidade do capital.

As idéias neoliberais ganharam força depois que Hayek recebeu o Nobel de economia em 1974 e Milton Friedman em 1976, mas se consolidaram enquanto nova ortodoxia econômica de regulação da política pública em nível de Estado, depois que chegaram ao poder: Margareth Thatcher na Inglaterra em 1979 e Ronald Reagan nos Estados Unidos em 1980.

Para Harvey (2008), o neoliberalismo é uma teoria das práticas políticas e econômicas que usa o discurso de que o bem-estar humano pode ser melhor promovido expandindo-se as liberdades e capacidade empreendedoras individuais no âmbito de uma estrutura institucional caracterizada por sólidos direitos a propriedade privada, livres mercados e livres comércios. Reservando ao Estado o papel de criar e preservar uma estrutura institucional apropriada a essas práticas. Entretanto, esses argumentos servem apenas para ofuscar a verdadeira essência do neoliberalismo. A liberalização da economia restabeleceu o processo de acumulação do capital sob uma base financeira.

Segundo Duménil e Lévy (2004), o neoliberalismo foi um projeto voltado a restaurar o poder da classe dominante, ameaçado pelas conquistas da classe trabalhadora durante os anos dourados. Eles mostram que os países da OCDE registraram grandes aumentos da desigualdade social a partir dos anos 1980. A parcela da renda nacional do 1% mais rico dos Estados Unidos, por exemplo, subiu de 8% para 15%. Enquanto que no Reino Unido, esse número aumentou de 6,5% para 13%, valores similares aos registrados antes da segunda guerra.

Nessa perspectiva, o baixo crescimento econômico observado na fase neoliberal do capitalismo é coerente com os seus objetivos, pois resulta em maior desemprego, o que enfraquece a organização da classe trabalhadora e as tentativas de resistência ao novo regime. Por outro lado, os capitalistas continuam valorizando os seus capitais, mas agora na esfera financeira sem a necessidade de passar pela esfera produtiva, geradora de empregos.

O neoliberalismo é a forma que o sistema capitalista assumiu após a década de 1970. Essa nova fase do capitalismo deslocou o processo de acumulação do capital da esfera produtiva para a esfera financeira. O neoliberalismo corresponde à hegemonia do capital financeiro.

Como bem destacam críticos como Harvey (2008), Crotty (2002), Duménil e Lévy (2004) e Glyn (2006), as políticas neoliberais defendem os interesses dos detentores da propriedade privada, dos negócios, das corporações multinacionais e do capital financeiro.

A extração de altas taxas de retorno sobre as aplicações financeiras após a crise dos anos 1970 contribuiu para a restauração do poder da elite proprietária de capital financeiro. Nesse sentido, o neoliberalismo permitiu e ampliou as possibilidades de desenvolvimento da financeirização no mundo.

Segundo Harvey (2008), a principal realização do neoliberalismo foi redistribuir em vez de criar riqueza e renda. Ele denominou essa fase que o capitalismo assume após a década de 1970 de *regime de acumulação por espoliação*. Os mecanismos usados nesse regime são a continuidade e proliferação de práticas de acumulação que Marx chamou de “primitivas” durante a ascensão do capitalismo. A financeirização é uma das quatro características do regime de acumulação por espoliação¹.

François Chesnais (1996) denominou essa fase do capitalismo de *regime de acumulação com dominância financeira*. Para ele, esse regime se instalou com a

¹ As outras características são: i) a privatização e transformação de qualquer coisa em mercadoria; ii) administração e manipulação de crises; e, iii) redistribuição via Estado (Harvey, 2008).

mundialização do capital e representa a dominação interna e internacional do capital financeiro.

O termo capital financeiro foi usado por Hilferding para designar uma modalidade de capital presente em Marx ao retratar o processo de valorização do capital no circuito $D...D'$. O capital na forma de dinheiro (D) busca a sua valorização em dinheiro (D'), sem a intermediação do processo de produção. O fazer dinheiro é o motivo condutor da produção capitalista cujo ponto de partida e chegada é o próprio dinheiro (MARX, 1987).

O neoliberalismo possibilitou a financeirização do sistema capitalista e aprofundou o domínio das finanças sobre as demais áreas da economia. As políticas neoliberais foram os mecanismos usados para transferir o poder nos limites da produção para os limites das finanças. A financeirização é o modo pelo qual o capital se desloca do setor produtivo, baseado no trabalho, para se valorizar no setor financeiro, baseado na especulação financeira e acumulação de valores fictícios, isto é, sem lastro na economia real. A financeirização levou ao crescimento do capital financeiro a uma proporção muito superior à produção de mercadorias.

Durante os anos dourados do capitalismo, a principal tarefa do sistema financeiro era financiar a produção e promover o crescimento econômico. Na fase neoliberal, as políticas de desregulamentação levaram a uma distorção do sistema financeiro. Em determinadas condições, a atividade produtiva é quem financia os ganhos do sistema financeiro. Os gestores das empresas não-financeiras são incentivados a distribuir os dividendos para satisfazer as expectativas dos acionistas e, assim, valorizar as empresas.

Nesse sentido, a ascensão do neoliberalismo foi determinante para a instalação das políticas de desregulamentação da economia e representou uma resposta do capital financeiro internacional às restrições impostas pelos Estados nacionais à mobilidade do capital durante os anos dourados do capitalismo. Nesse processo, a desregulamentação do setor financeiro norte-americano possui papel de destaque.

2.2 A DESREGULAMENTAÇÃO DOS MERCADOS E A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Ao final da segunda guerra mundial foi instituída uma nova ordem monetária e financeira mundial com a constituição do sistema de Bretton Woods.

Para Belluzzo (2006), o sistema de Bretton Woods partiu da necessidade de se criar regras capazes de garantir o ajustamento dos balanços de pagamentos. O projeto norte-americano de construção de uma nova ordem econômica internacional foi concebido com o propósito de promover a expansão do comércio entre as nações e colocar seu desenvolvimento a salvo de turbulências financeiras ao se beneficiar da senhoriagem do dólar.

No sistema de Bretton Woods, o regime cambial internacional se estabeleceu através do padrão ouro-dólar. A emissão de dólar norte-americano era lastreada em ouro, enquanto que, a emissão de moeda nacional era lastreada nas reservas em dólar. A instituição desse sistema tinha a finalidade de limitar a expansão da liquidez através de uma base material. O ouro desempenhava uma espécie de “freio automático” contra a ampliação sem limites do volume monetário do sistema financeiro internacional (BRAGA; CINTRA, 2004).

A estrutura financeira constituída em Bretton Woods foi fundamental para a sustentação do longo período de crescimento econômico observado no pós-guerra, na medida em que o sistema financeiro desempenhava a missão de financiar a produção.

Durante a década de 1960 começou a se desenvolver um mercado de crédito em dólar fora dos Estados Unidos em consequência dos seus elevados déficits do balanço de pagamento. Esse mercado dependia da manutenção de uma taxa de juros em eurodólar acima daquelas pagas pelos principais mercados monetários europeus.

Para Braga e Cintra (2004), o surgimento desse mercado aliado às crescentes necessidades de financiamento do governo norte-americano favoreceu o surgimento de um movimento especulativo que deu início a crise do dólar e terminou com o rompimento do acordo de Bretton Woods e o fim do padrão ouro-dólar em 1971.

O sistema monetário internacional passou a ter um regime de câmbio flutuante baseado em um dólar flexível e fiduciário. O controle e regulamentação sobre o mercado financeiro e os fluxos de capitais foram eliminados, permitindo a livre mobilidade do capital internacional.

A grande massa de capital² que se formou, e estava aplicada em diversos instrumentos financeiros, passou a pressionar os governos para o fim das restrições a livre circulação do capital no mercado internacional. A ascensão do neoliberalismo deu início aos processos de desregulamentação dos mercados e integração dos mercados nacionais, tendo sido decisivo nesse processo a desregulamentação do sistema financeiro norte-americano.

² O volume de capital internacional ganhou reforço com os chamados *petrodólares* gerados com os dois choques no preço do petróleo durante a década de 1970.

O sistema financeiro norte-americano era regulamentado³ desde o início dos anos 1930 e a legislação era baseada na especialização, regionalização e segmentação. O perfil institucional do sistema financeiro norte-americano foi construído pelo *Glass-Steagall Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934.

A desregulamentação do sistema financeiro norte-americano teve início com o processo de desintermediação financeira⁴. Esse processo consistiu na transferência de grande quantidade de recursos dos bancos comerciais para os fundos mútuos com o objetivo de driblar a legislação norte-americana que estipulava um teto para as taxas de juros praticadas.

A multiplicação dos fundos mútuos e o surgimento de novas modalidades como os fundos de pensão e os fundos de *hedge* foram aos poucos transformando o sistema financeiro norte-americano, ao passo que os órgãos reguladores foram retirando os controles restritivos a expansão do setor financeiro. Isso permitiu o aumento das conexões patrimoniais entre o sistema financeiro e os setores produtivos, modificando a lógica de funcionamento do sistema capitalista.

Para enfrentar a concorrência, os bancos reivindicaram e aos poucos foram se transformando em “supermercados financeiros”⁵. Para isso, foi necessário eliminar algumas normas, inclusive a que regulamentava a separação das funções entre os bancos comerciais e de investimento, imposta pela legislação norte-americana.

Com a ascensão do neoliberalismo em 1980, o governo norte-americano extinguiu a legislação que regulamentava os tetos para as taxas de juros sobre os depósitos à vista através da *Depository Institutions Desregulation and Monetary Control Act*. A aprovação da lei *Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act* em 1999 representou o fim da lei *Glass-Steagall Act* e de todas as restrições que ainda limitavam a livre circulação de capital nos Estados Unidos. A nova legislação consolidou a expansão dos grandes bancos comerciais norte-americanos para as atividades típicas de bancos de investimento como a negociação de *securities*, além da administração de ativos e operação no mercado de seguros.

De maneira semelhante, o processo de desregulamentação da economia se estendeu para os países europeus com a aprovação das leis *Single European Act* em 1987 e a *Second*

³ O consenso existente após a crise econômica de 1929 era de que uma das causas da crise estava na interação do crédito e a ação especulativa das instituições financeiras, bancos e indústrias (Braga e Cintra, 2004).

⁴ A inovação tecnológica possibilitou o processo de desintermediação financeira. As redes de computadores SWIFT E CHIPS ajudaram na integração dos bancos norte-americanos e europeus, facilitando a movimentação dos fundos (Guttman, 2008).

⁵ Expressão usada por Braga e Cintra (2004) para designar a multiplicidade de produtos e serviços oferecidos pelos bancos.

Banking Directive em 1989. Os países em desenvolvimento também seguiram nesse caminho, em certa medida, através das recomendações do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Para Guttman (2008), a desregulamentação financeira e o aumento da concorrência fizeram com que os bancos norte-americanos se expandissem para novas áreas geográficas e ampliassem as opções de serviços. Assim, as principais instituições financeiras norte-americanas e européias tornaram-se imensos conglomerados de atuação internacional, ávidos por integrar diferentes tipos de serviços, instrumentos e mercados.

A nova ordem econômica internacional que se instituiu com o neoliberalismo possui como um dos elementos central, a mobilidade do capital. A globalização produtiva e financeira pode ser caracterizada como uma ordem econômica na qual são progressivamente eliminadas as restrições à mobilidade do capital, o que se traduziu em aumento contínuo das transações cambiais e do fluxo do capital internacional.

A área em que a globalização mais avançou foi na financeira, devido à integração internacional do conjunto dos mercados financeiros nacionais, ocasionado pelo processo de desregulamentação, liberalização de movimentos de capitais e diminuição da carga fiscal destes mercados. A integração dos mercados foi impulsionada pelos avanços tecnológicos na área da informação e comunicações, uma vez que permitiu o acesso aos mercados financeiros a um grande conjunto de atores.

A globalização financeira provocou a mudança de um sistema financeiro de crédito para um sistema financeiro de capitais. Os empréstimos bancários foram perdendo relevância frente ao crescimento da captação de recursos no mercado de capitais. Isso levou ao desenvolvimento de novos mercados e instrumentos financeiros, gerando uma alteração dos fluxos financeiros internacionais com o crescimento do investimento de *Portfólio*.

Esse tipo de investimento está associado aos mercados de capitais, sendo realizado pelos chamados *investidores institucionais*, que são os Fundos de Pensões, Companhias de Seguros, Organismos de Colocação Coletiva e Fundos de *Hedge*. Esses investidores têm por objetivo a maximização dos resultados através de rendimentos financeiros e os investimentos são realizados em títulos de capital e obrigações de empresas colocadas em bolsas de valores e investimento em produtos derivados. São investimentos voláteis, já que o investidor procura constantemente colocar o seu capital nos papéis com melhores perspectivas de resultados, tendo grande preocupação com a obtenção de lucro no curto prazo.

Diante disso, os movimentos financeiros internacionais foram direcionados para a realização de investimentos nos mercados de capitais, o que provocou um grande movimento de fusões de empresas, de bancos e grupos multinacionais, cujo principal objetivo era a

valorização de seus ativos nas bolsas de valores. O valor das ações nos Estados Unidos aumentou cerca de quatro vezes mais do que o PIB nos últimos vinte e cinco anos de políticas neoliberais apoiadas na desregulamentação dos mercados e liberalização dos movimentos de capitais.

O crescimento dos investidores institucionais e a existência de diversos instrumentos e uma variedade de produtos financeiros alteraram a motivação para a compra de ativos e a demanda por financiamento. Os ativos deixaram de ser adquiridos em função de um determinado rendimento futuro, para serem adquiridos em função de uma expectativa de ganhos financeiros decorrentes da variação no preço desses ativos. O ciclo de preço dos ativos passou a exercer um papel fundamental na dinâmica da economia ao influenciar a propensão ao endividamento das empresas, a propensão a consumir das famílias e a demanda agregada.

Segundo Glyn (2006) e Crotty (2005), a desregulamentação dos mercados e a globalização financeira produziram inovações e uma série de produtos e engenharia financeira em que o gasto com consumo perde sua conexão imediata com a renda corrente e passa a se vincular com o preço dos ativos mobiliários e imobiliários, levando a crescente financeirização da economia.

Para Chesnais (1996), são as novas formas de concentração do capital, como os investidores institucionais, que passaram a ditar uma nova lógica de funcionamento do sistema capitalista, após a crise dos anos 1970, baseada na especulação financeira.

Os investidores institucionais passaram a controlar uma grande massa de recursos, que circulam ao redor do mundo em busca de valorização, desenvolvendo uma atividade essencialmente especulativa. Os fundos de pensão, por exemplo, são induzidos a um comportamento especulativo, na medida em que a remuneração dos seus gestores é determinada por critérios de *performace*. De certa forma, é o próprio crescimento dos investidores institucionais que impõe uma lógica especulativa ao sistema capitalista.

As políticas neoliberais de desregulamentação dos mercados e liberalização dos movimentos de capitais levaram ao surgimento dos investidores institucionais e a financeirização da economia. O volume de capital que passou a se valorizar no circuito financeiro se tornou muito maior que o volume de capital investido na produção. A financeirização da economia se fundamenta pelo aumento da esfera financeira frente à esfera produtiva da economia a partir de uma lógica de funcionamento do sistema capitalista baseado na especulação financeira.

A financeirização da economia mundial alterou o comportamento dos diferentes atores, na qual, se destaca o aumento do investimento em ativos financeiros realizado pelas

empresas não-financeiras. O setor produtivo investe no setor financeiro devido à expectativa de ganhos com o investimento financeiro ser superior à expectativa de lucros proporcionados pelo investimento na produção.

Essa alteração no comportamento das empresas não-financeiras está associada à mudança na gestão das empresas provocada pelo crescimento de acionistas como investidores institucionais e o surgimento da governança corporativa. As empresas foram empurradas para um processo de valorização das suas ações baseada na especulação financeira com implicações para a dinâmica de investimento em capital fixo.

2.3 A MUDANÇA NA GESTÃO DAS EMPRESAS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

A financeirização da economia mundial teve como contrapartida microeconômica a mudança na gestão das empresas e nos seus objetivos proporcionados pela governança corporativa.

Crotty (2002) argumenta que a partir da década de 1970, o setor não-financeiro foi negativamente afetado por duas grandes alterações em seu ambiente criado pelo impacto das políticas neoliberais e financeirização nos mercados do produto e nos mercados financeiros: (1) uma desaceleração no ritmo de crescimento global da demanda agregada e um aumento da intensidade da concorrência nos principais mercados de produto e (2) uma mudança no mercado financeiro de financiador de investimentos de longo prazo para receptor de investimentos com ganhos financeiros no curto prazo e gerador de riqueza financeira.

O aumento da concorrência internacional com a globalização dos mercados forçou as empresas a buscarem novas formas de financiamento através do mercado de capitais. A bolsa de valores norte-americana que estava bastante depreciada entrou em um movimento de alta desde o início dos anos 1980. As agências de rating e as empresas de auditorias passaram a ter papel relevante no mercado de capitais.

Com a desregulamentação financeira, os investidores institucionais se tornaram os principais acionistas de várias empresas. Esses acionistas exigiram maior transparência e participação nas tomadas de decisões no interior das empresas, com conseqüências decisivas sobre a estratégia de financiamento e de investimento.

As grandes corporações, principalmente norte-americanas, passaram por um longo período de crescimento e internacionalização nas décadas de 1950 e 1960. Entretanto, durante a crise dos anos 1970, os lucros caíram e o valor patrimonial das suas ações ficou estagnado,

prejudicando o rendimento e o patrimônio dos seus acionistas. Como resposta, os acionistas passaram a ditar uma verdadeira revolução nos objetivos e processo de gestão das empresas para defender os seus interesses.

Vale ressaltar que a atividade dos investidores institucionais é altamente competitiva, em que um grande número de empresas luta pelos contratos para gerir grandes carteiras. A competição entre os investidores institucionais é por ganho de capital acima da média. Assim, os investidores institucionais, enquanto acionistas, passaram a exigir das empresas um constante crescimento na valorização das suas ações e na distribuição de dividendos, de forma a satisfazer a expectativa de rentabilidade dos seus clientes.

Os gestores dessas empresas são incentivados a buscarem alternativas para elevar a rentabilidade das empresas e encurtar o horizonte de planejamento e retorno dos investimentos, tendo de apresentar os resultados para os acionais a cada três meses. A lógica de funcionamento da gestão das empresas não-financeiras passou a ser a mesma lógica dos mercados financeiros. A empresa passou a ser vista como um ativo financeiro, igual a qualquer outro, em busca de valorização no curtíssimo prazo.

A concepção de empresa enquanto ativo financeiro encontra respaldo na teoria da agência. Essa teoria aborda o problema do “agente-principal”, isto é, os acionistas possuem objetivos para a empresa diferentes dos objetivos dos seus gestores. De acordo com essa teoria, são amplas e diversas as fontes potenciais de conflitos de interesses entre acionistas e gestores das empresas.

Para resolver esses conflitos, a governança corporativa serve de coerção dos gestores pelos legítimos donos das empresas, detentores de ações, como garantia de que os seus interesses sejam priorizados. A governança corporativa é um instrumento usado pelos acionistas para controlar os gestores e, assim, exercerem o seu poder no interior das empresas.

O surgimento de um tipo de acionista que tem na concentração de capital sua principal fonte de poder é fruto da desregulamentação dos mercados financeiros e é determinante para a forma que tomaram as normas de governança corporativa. O poder no seio das empresas passou a ser exercido por uma coalizão de acionistas, que atuam conjuntamente em defesa de seus interesses cujos principais objetivos são a valorização no preço das ações e aumento nos pagamentos de juros sobre o capital próprio e distribuição de dividendos.

A preocupação da governança corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos de incentivos e monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. A governança corporativa proporcionou aos acionistas o controle da gestão estratégica da empresa e a monitoração da

direção executiva. Os principais instrumentos que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são os conselhos de administração e fiscal e a auditoria independente.

Os executivos passaram a ser remunerados por *performance*, avaliada pelo crescimento no preço das ações em determinado período, e a receber parte do pagamento em ações das empresas administradas como forma de incentivo⁶ para alcançar os objetivos estipulados pelos acionistas, isto é, a valorização no preço das ações.

Com a governança corporativa, as empresas são geridas para atender à expectativa de rentabilidade dos acionistas, que em grande parte são investidores institucionais. O objetivo dos executivos das empresas e dos gestores dos fundos de investimento é o mesmo, ou seja, a valorização no preço das ações e aumento nos pagamentos de juros sobre o capital próprio e a distribuição de dividendos. Caso a empresa não alcance o retorno esperado, os investidores vendem a sua participação acionária, provocando queda no valor das ações e a saída dos executivos. O preço das ações funciona como um sinalizador quanto às expectativas do mercado em relação à lucratividade futura e distribuição de dividendos.

A empresa produtiva se tornou um ativo financeiro em busca de valorização, seja através do processo produtivo ou da especulação financeira. Diante disso, a busca por ganhos no curto prazo direcionou maior volume de capital para a valorização no circuito financeiro.

Nesse sentido, o investimento produtivo passou a competir com o investimento financeiro. O investimento produtivo se torna menos atrativo que o investimento financeiro devido à elevada rentabilidade dos ativos financeiros e na medida em que os retornos do investimento produtivo ocorrem no médio e longo prazo.

Diante da intensa pressão do mercado, os executivos priorizam os resultados de curto prazo em vez de atividades de longo prazo. As empresas deixam de priorizar os investimentos em pesquisa e desenvolvimento, ampliação e renovação de fábricas e equipamentos, capacitação técnica da força de trabalho e relações duradouras com os fornecedores.

Crotty (2002) destaca que essa lógica de gestão das empresas produtivas privilegia o interesse dos acionistas e prejudica o investimento real, o crescimento econômico e a geração de empregos. Os lucros que antes retornavam às empresas como investimento, agora são, prioritariamente, distribuídos aos acionistas.

Dentro dessa lógica, deixam de ser atrativos os investimentos em capital fixo devido ao retorno no longo prazo. A ampliação da produção ocorre por meio de aquisição de

⁶ Cabe destacar que essa forma de remuneração também serviu de incentivo para fraudes e invenções financeiras como as reveladas na crise financeira mundial de 2008/2009 iniciada no mercado hipotecário norte-americano.

capacidade de produção já existente ou fusões entre as empresas, o que ao mesmo tempo reduz a concorrência e controla a oferta.

Para Harvey (2008), a fase neoliberal e financeira do capitalismo é caracterizada pelo baixo dinamismo econômico, ao contrário dos anos dourados do sistema do pós-guerra.

A financeirização da economia, promovida pelas políticas neoliberais de desregulamentação dos mercados e liberalização dos movimentos de capitais, inibe o investimento produtivo, sendo um dos grandes responsáveis pelo fraco crescimento econômico observado em vários países a partir da década de 1980.

3 REFLEXOS DA FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA MUNDIAL SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA

A ascensão do neoliberalismo se deu nos países desenvolvidos após a crise estrutural do capitalismo nos anos de 1970. A aplicação de políticas neoliberais, principalmente nos Estados Unidos, com a forte elevação da taxa de juros desencadeou uma série de fatores que levaram à crise da dívida externa brasileira. A elevada taxa de inflação e a crise fiscal do Estado abriram espaço para aplicação de políticas neoliberais no Brasil. A economia brasileira iniciou na década de 1990 um processo de abertura comercial e financeira e de integração ao mercado financeiro internacional, o que reflete de certa forma, o processo de financeirização da economia mundial.

O objetivo deste capítulo é discutir o efeito da financeirização sobre a economia brasileira, estando organizado em três seções. A primeira aborda a crise da dívida externa que desestruturou as políticas desenvolvimentistas e proporcionou um ambiente propício para a instalação do neoliberalismo.

A segunda trata do plano real e do regime de metas de inflação. A estabilidade econômica foi sustentada pela intensificação das privatizações, desregulamentação da economia e abertura financeira. As políticas neoliberais iniciadas no Governo Collor foram consolidadas no Brasil durante os dois mandatos do presidente Fernando Henrique Cardoso.

A terceira discute a continuidade e mudanças das políticas neoliberais durante o governo Lula. A política econômica durante o primeiro mandato do governo Lula esteve pautada no tripé câmbio flutuante, superávit primário e metas de inflação. Esse arranjo tem subordinado a política econômica aos fluxos de capitais no mercado internacional. O superávit primário garante o pagamento dos juros da dívida pública e a elevada taxa de juros garante o controle da inflação, mas por outro lado, desestimula o investimento e reduz o crescimento econômico.

3.1 A CRISE DA DÍVIDA EXTERNA E O INÍCIO DAS POLÍTICAS NEOLIBERAIS

A economia brasileira apresentou forte crescimento econômico durante o período de 1950 a 1973. Esse bom desempenho da economia era decorrente do aumento dos investimentos públicos e privados, bem como das condições favoráveis do mercado internacional. A expansão da atividade econômica no Brasil durante esse período foi impulsionada pela industrialização.

Desde o final da década de 1930 que o Brasil adotava um processo de industrialização segundo o Modelo de Substituição de Importações (MSI). Esse modelo consistia em um processo de industrialização por etapas, em que a pauta de importação dava a seqüência dos produtores a serem industrializados, passando primeiro pelos bens de consumo leve, depois duráveis, intermediários e, por fim, bens de capital.

Durante o período de vigência do MSI, o Estado aumentou a sua participação na economia. O governo forneceu a estrutura necessária para a industrialização, desde ao arcabouço institucional até a geração de infra-estrutura, fornecimento de insumos e captação e distribuição de recursos para viabilizar os investimentos. Além disso, foi estruturado o setor produtivo estatal com a criação de diversas empresas públicas em áreas e setores considerados estratégicos para o desenvolvimento do país.

O Estado deveria atuar em áreas cujas necessidades de capital e risco inviabilizava a presença do setor privado. O Estado também funcionava como intermediário financeiro do setor privado e estatal através dos bancos oficiais.

A captação de recursos externos era incentivada diante da ampla liquidez no mercado financeiro internacional. A novidade da época eram os contratos com taxa de juros flutuantes, o que não significava um mau negócio, tendo em vista, a estabilidade monetária e financeira no mercado internacional durante a vigência do padrão ouro-dólar, que em alguns momentos das décadas de 1960 e 1970 chegou a apresentar taxa de juro real negativa.

Para Rego e Marques (2006), o aumento do endividamento até 1973 ocorreu via captação de recursos do exterior e repasse para empresas (estatais e privadas) no Brasil à taxa de juros atraente. Não existia uma necessidade estrita de empréstimos externos para “fechar” o Balanço de Pagamentos (BP). Os recursos externos eram usados para aumentar as reservas internacionais⁷. Para esses autores, a economia brasileira foi “capturada” num movimento geral do capital financeiro internacional em busca de oportunidades de valorização.

⁷ O crescimento das reservas internacionais correspondeu a dois terços do aumento do endividamento externo durante o período de 1968 a 1973 (Rego e Marques 2006, p.154).

O crescimento veloz e horizontal da economia brasileira, durante o período do milagre econômico (1968-73), foi abruptamente interrompido em 1974, frente à instabilidade macroeconômica do mercado internacional gerada a partir da deflagração do primeiro choque do petróleo e o fim do padrão ouro-dólar. O conturbado ambiente externo afetou a economia brasileira devida à dependência do Brasil à importação de petróleo e de bens de capital.

As mudanças ocorridas no mercado internacional exigiram do país um plano de ajustamento ao novo cenário que se apresentava. Diante disso, o Brasil lançou em 1974 o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), como reação ao primeiro choque do petróleo.

O II PND tratava-se de um conjunto de investimentos nos setores estratégicos que restringiam o crescimento econômico brasileiro, buscando superar a dependência externa por meio de investimento na ampliação da capacidade de produção nacional de bens de capital e petróleo, completando assim o processo de industrialização proposto pelo MSI. Além disso, o II PND tinha por objetivo a ampliação da capacidade exportadora do país. O Brasil adotou um plano de ajuste estrutural que se propunha a “cobrir a área de fronteira entre o subdesenvolvimento e o desenvolvimento” (GIAMBIAGI ET AL, 2005).

Entretanto, o II PND só se tornaria viável com o financiamento público e externo devido a grande magnitude dos investimentos idealizados, exigindo longo prazo para maturação e a economia brasileira não dispunha de mecanismos privados de financiamento nessas condições.

Segundo Lessa (1981), quem ocupava o centro do palco durante o II PND era a grande empresa estatal. Os gigantescos investimentos a cargo de Eletrobrás, Petrobrás, Embratel e outras empresas públicas eram à base de sustentação do programa.

As empresas produtivas captaram mais recursos externos do que os bancos brasileiros no período de 1972 a 1981, principalmente o setor público. As empresas estatais só deveriam captar recursos no sistema financeiro internacional, deixando assim, a disponibilidade dos recursos internos do sistema financeiro nacional para as empresas privadas. Por outro lado, as empresas estatais, com seus imensos ativos, eram assediadas pelo mercado financeiro internacional, principalmente pelos bancos privados norte-americanos, que estavam reciclando os “petrodólares” (SOUZA, 2008; LESSA, 1981).

A partir de 1974 a dívida externa brasileira entra em um processo de crescimento acelerado em função do aumento do endividamento público no mercado financeiro internacional para financiar o II PND. O peso da participação estatal no endividamento externo subiu de 51,7% em 1973 para 63,3% em 1978, ultrapassando os 80% do total durante

a década de 1980. Enquanto que a taxa média de crescimento da dívida externa alcançou 38,7% ao ano entre 1973 a 1978 , como mostra a Tabela 1:

Tabela 1 – Crescimento da dívida externa do Brasil (US\$ bilhões)

| Ano | Dívida externa bruta | Reservas | Dívida externa líquida* |
|------|----------------------|----------|-------------------------|
| 1972 | 9,5 | 4,2 | 5,3 |
| 1973 | 12,6 | 6,4 | 6,2 |
| 1974 | 17,2 | 5,3 | 11,9 |
| 1975 | 21,2 | 4,0 | 17,2 |
| 1976 | 26,0 | 6,6 | 19,4 |
| 1977 | 32,0 | 7,3 | 24,7 |
| 1978 | 43,5 | 11,9 | 31,4 |
| 1979 | 49,9 | 9,7 | 40,2 |
| 1980 | 53,9 | 5,9 | 48,0 |

*Dívida externa líquida = Dívida externa bruta (médio e longo prazos) – Reservas.

Fonte: Banco Central; Conjuntura Econômica, junho 2005. Apud REGO, José Marcio; MARQUES, Rosa Maria (2006, p.164)

Inicialmente, os custos não se mostravam tão elevados, considerando o contexto de queda das taxas de juros internacionais até 1977. A taxa *prime rate*⁸ declinou de 10,8% ao ano em 1974 para 6,8% em 1977. Contudo, a grande deficiência desse esquema de financiamento estava no fato de que os empréstimos eram concedidos a taxas de juros flutuantes.

Por outro lado, os empréstimos externos eram fundamentais para fechar o Balanço de Pagamentos do Brasil, que já apresentava elevados déficits em transações correntes desde 1974. A Tabela 2 mostra o déficit em transações correntes provocado pelo II PND.

As contas externas se deterioraram ainda mais depois de 1979 com o aumento da taxa de juros internacional e do segundo choque do petróleo. A LIBOR⁹ chegou a 16,4% ao ano, enquanto a *prime rate*¹⁰, que remunerava os contratos de empréstimos do Brasil, atingiu 21,5% ao ano em 1980.

O aumento da taxa de juros internacional passou a alimentar os custos da dívida externa e o aumento do endividamento tornou-se um processo auto-alimentado. As contas públicas se deterioraram, ao mesmo tempo, em que as exportações brasileiras foram se reduzindo diante da queda no nível de atividade mundial e do aumento do protecionismo por

⁸ Ver Giambiagi et al (2005) p. 101.

⁹ A LIBOR (London Interbank Offered Rate) é a taxa de juros interbancária de Londres, usada nos grandes empréstimos entre os bancos internacionais que operam no mercado de “eurodólares”.

¹⁰ A Prime Rate é a taxa de juros cobrada pelos bancos norte-americanos.

parte dos países desenvolvidos. A partir de 1980, a situação das contas externas tornou-se extremamente grave, dando início à crise da dívida externa brasileira.

Tabela 2 – Balanço de Pagamentos em Transações Correntes e Dívida Externa Líquida (US\$ milhões)

| Ano | Balança Comercial (I) | Serviços não fatores* (II) | Mercadorias e Serviços não fatores (III = I + II) | Lucros e dividendos (IV) | Juros líquidos (V) | Transações Correntes** (VI) |
|-----------|--------------------------|-------------------------------|--|-----------------------------|-----------------------|--------------------------------|
| 1974 | -4.690 | -1.532 | -6.222 | -248 | -652 | -7.122 |
| 1975 | -3.540 | -1.429 | -4.969 | -235 | -1.498 | -6.700 |
| 1976 | -2.255 | -1.574 | -3.829 | -380 | -1.809 | -6.017 |
| 1977 | 97 | -1.567 | -1.479 | -455 | -2.103 | -4.037 |
| 1978 | -1.024 | -1.805 | -2.829 | -560 | -2.696 | -6.015 |
| Acumulado | -11.413 | -7.916 | -19.329 | -1.878 | -8.760 | -29.892 |

*Serviço, exceto juros, lucros e dividendos.

**III + IV + V – transferências unilaterais.

Fonte: Banco Central, *Boletim Mensal* de agosto de 1994. Apud CASTRO, Antonio Barros de; Souza, Francisco E.P. de (2004, p.93).

Vasconcelos et al (1996) assinala que enquanto na década de 1970 o endividamento externo foi a forma encontrada para superar os constrangimentos externos e os países foram capturados pelo sistema financeiro internacional, na década de 1980, o mesmo endividamento externo se transformou no próprio gerador dos constrangimentos.

A crise da dívida externa desestruturou profundamente a economia brasileira, que passou toda a década de 1980 e até meados da década de 1990 tentando encontrar uma saída para a crise.

A década de 1980 entrou para histórica do Brasil como a “década perdida” devido ao baixo crescimento econômico e dos investimentos, aumento da inflação e elevado endividamento externo e interno. Enquanto o PIB cresceu à taxa média de 7% ao ano entre 1967 e 1980, o desempenho no período de 1981 a 1990 foi uma queda média de 2% ao ano. Por sua vez, a renda per capita em 1989 era a mesma de 1980. O novo cenário contemplava não apenas a estagnação econômica e a inflação, mas também o agravamento das desigualdades sociais (LACERDA, 1998).

Para Rego e Marques (2006), a crise dos anos 80 foi mais um problema decorrente do processo de inserção internacional do Brasil. A adoção do neoliberalismo nos países desenvolvidos com a forte elevação da taxa de juros alimentou o crescimento da dívida externa brasileira e provocou perda de reservas internacionais. O crescente aumento das

despesas com o serviço da dívida levou a chamada “crise fiscal do Estado”, gerando queda nos investimentos e aumento da inflação, como mostra a Tabela 3:

Tabela 3 – Indicadores macroeconômicos da economia brasileira (1980-1990)

| Ano | Inflação IGP-DI a.a (%) | Crescimento do PIB (%) | FBCF/PIB (%) |
|------|-------------------------|------------------------|--------------|
| 1980 | 110,23 | 9,2 | 23,56 |
| 1981 | 95,2 | -4,3 | 24,31 |
| 1982 | 99,73 | 0,8 | 22,99 |
| 1983 | 211,02 | -2,9 | 19,93 |
| 1984 | 223,81 | 5,4 | 18,90 |
| 1985 | 235,13 | 7,8 | 18,01 |
| 1986 | 65,04 | 7,5 | 20,01 |
| 1987 | 415,95 | 3,5 | 23,17 |
| 1988 | 1037,53 | -0,1 | 24,32 |
| 1989 | 1782,85 | 3,2 | 26,86 |
| 1990 | 1476,71 | -4,3 | 20,66 |

Fonte: Ipeadata (2010)

Em 1982, a situação se torna ainda mais grave depois que o México decretou moratória da dívida externa. Esse episódio fez com que os bancos internacionais suspendessem a rolagem da dívida do Brasil, obrigando o governo brasileiro a adotar um modelo de ajuste externo recessivo com medidas de ajuste fiscal para reduzir o déficit do balanço de pagamentos.

Com o agravamento das contas públicas, o Brasil precisou recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1982. As negociações com o FMI foram bastante complexas, sete cartas de intenções foram assinadas em 24 meses. O acordo com FMI consistia na adoção de uma política econômica que garantisse o pagamento da dívida externa. O pagamento dos juros da dívida externa representava cerca de 70% dos déficits em conta corrente do Brasil entre 1980 e 1982. A elevação dos juros no mercado internacional provocou um processo de transferência de renda dos países devedores/subdesenvolvidos para os países credores/desenvolvidos.

A política econômica adotada após o acordo com o FMI consistiu na contenção da demanda agregada através da redução do déficit público via redução dos gastos, principalmente com investimentos. O governo aumentou a taxa de juros interna e a restrição ao crédito. Além disso, o salário real sofreu redução por meio da subindexação dos salários e do desemprego. Os resultados dessa política foram recessão e aceleração inflacionária nos anos seguintes.

Carneiro (2002) destaca que o governo lançou vários planos econômicos para eliminar a inflação e retomar a credibilidade da moeda brasileira. Entretanto, a cada plano de estabilização fracassado, a inflação voltava com mais força ainda.

O governo Sarney lançou em 1986 o Plano Cruzado, foi o primeiro plano heterodoxo de estabilização econômica no Brasil. A equipe econômica utilizou de congelamento de preços e uma nova unidade monetária, o Cruzado, para conter a chamada *inflação inercial*¹¹.

Apesar do sucesso nos primeiros meses, o Plano Cruzado fracassou logo após o Brasil ter decretado moratória da dívida externa no início de 1987. Sarney ainda lançou mais três planos econômicos¹² nos últimos três anos do seu governo, praticamente um plano de combate à inflação por ano. Entretanto, todos eles fracassaram e a inflação subia de patamar a cada plano de estabilização, gerando instabilidade econômica e política.

O final do governo Sarney foi marcado por crise econômica e política. O cenário econômico era caracterizado pela estagnação econômica, aceleração inflacionária e elevados déficits público e externo, enquanto que, o cenário político era de mobilização social. A crescente organização da classe trabalhadora e dos movimentos sociais¹³ permitiu que na primeira eleição direta após o regime militar houvesse um representante dos trabalhadores com chance de chegar à presidência da República.

Para Filgueiras (2006), o neoliberalismo se inicia no Brasil na forma de um programa político-econômico, resultante das disputas entre as distintas frações de classes da burguesia e entre estas e as classes trabalhadoras. Segundo o autor, não havia um projeto neoliberal prévio, as políticas neoliberais implementadas foram resultado das disputas políticas entre as diversas classes e frações de classes.

Fernando Collor assumiu a presidência da República em 1990 e inaugurou a fase neoliberal na economia brasileira. Pela primeira vez, para além de uma política de estabilização, surgiu à proposta de um projeto de longo prazo, que articulava o combate à inflação com a adoção de reformas estruturais na economia, no Estado e na sua relação do país com o resto do mundo.

¹¹ A teoria da inflação inercial diz que toda alteração na tendência inflacionária em ações dos agentes econômicos visando repor suas perdas. Se um agente aumentava seus preços, os outros também aumentavam para não ter seu preço defasado em relação aos outros preços da economia, mas na ausência de choques ou impulsos inflacionários, a inflação corrente é determinada pela inflação passada.

¹² Plano Bresser em 1987, o pacote econômico conhecido por “feijão com arroz” em 1988 e o Plano Verão em 1989.

¹³ Vários movimentos sociais foram fundados durante os anos 1980, como o Partido dos Trabalhadores em 1980, a Central Única dos Trabalhadores (CUT) em 1983 e o Movimento dos Trabalhadores Rurais Sem-Terra (MST) em 1984. Partidos de esquerda foram legalizados em 1985 como o Partido Comunista do Brasil (PCdoB) e o Partido Comunista Brasileiro (PCB) que estavam na clandestinidade. Além disso, o Brasil ainda assistiu a realização de cinco greves gerais entre 1983 e 1989.

A crise da dívida externa abriu espaço para as reformas neoliberais. Argumentava-se que a crise era conseqüência das distorções e ineficiências geradas pelo elevado protecionismo, dirigismo estatal e exagerada regulação dos mercados, que restringiam o aumento da produtividade da economia e resultavam na alocação ineficiente dos recursos.

A partir da década de 1990, o Brasil iniciou um processo de reformas institucionais, abandonando gradativamente os elementos constitutivos do modelo de substituição de importações e rompendo com a trajetória de políticas desenvolvimentistas.

As reformas neoliberais buscavam dar maior importância ao mercado enquanto indutor do crescimento e do desenvolvimento econômico, ao mesmo tempo em que reduzia a participação do Estado na economia. O FMI e o Banco Mundial tiveram um papel importante ao longo desse processo, pressionando para a adoção do chamado “Consenso de Washington”¹⁴ cujos principais itens são apresentados por Souza (2008):

- A abertura econômica, que significou o fim das barreiras protecionistas e exposição das empresas brasileiras à concorrência internacional;
- A desestatização, ou seja, privatização das empresas estatais e a redução do Estado ao mínimo possível;
- A desregulamentação dos mercados, representada pelo fim das regras que limitavam a livre circulação de capitais;
- A flexibilização das relações de trabalho, isto é, o fim dos direitos sindicais, trabalhistas e previdenciários.

Seguindo o Consenso de Washington, o governo de Fernando Collor lançou um programa de reforma de comércio externo, conhecido como Política Industrial e de Comércio Externo (PICE) e um programa de privatização intitulado Programa Nacional de Desestatização (PND).

A PICE foi responsável pelo processo de abertura comercial, que tinha como principais objetivos conceder maior transparência e diminuir a estrutura de proteção à indústria local. A reforma comercial eliminou os controles quantitativos e administrativos sobre as importações, acabou com as barreiras não tarifárias e reduziu gradativamente as alíquotas de várias tarifas de importação, como observado no Gráfico 1:

¹⁴ Expressão criada pelo economista norte-americano John Williamson para designar as medidas liberalizantes sugeridas para o Brasil, e demais países em desenvolvimento, pelas organizações sediadas ou vinculadas a Washington, o Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial. (Rego e Marques, 2006, p. 202).

Alíquotas nominais de importação

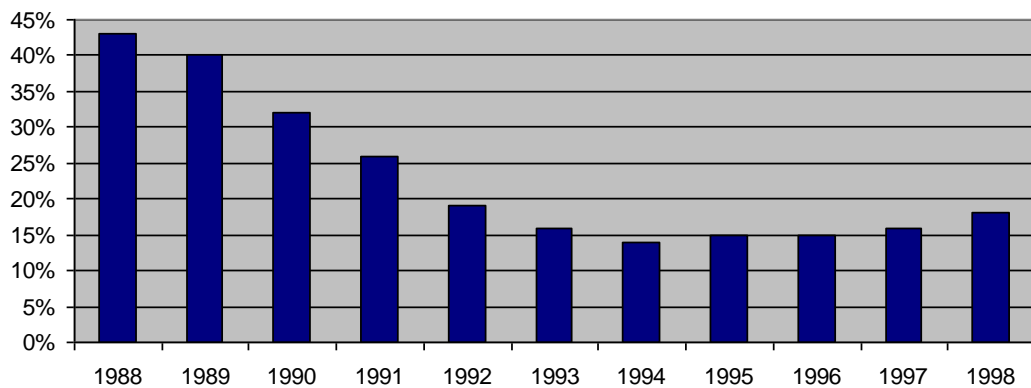


Gráfico 1 - Alíquotas nominais médias de importação no Brasil (1988 – 1998)
 Fonte: REGO, José Marcio; MARQUES, Rosa Maria (Orgs). (2006, p.203)

O PND foi direcionado à privatização de empresas produtivas, pertencentes a setores estratégicos, como os setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes, tendo como resultado a negociação de cerca de 20 empresas entre 1990 e 1992, esse programa de desestatização foi aprofundado nos anos seguintes. Entretanto, a retirada do Estado de setores considerados estratégicos ampliou os “estrangulamentos” da produção, sobretudo no campo da infra-estrutura.

O esgotamento do modelo de substituição de importações, a crescente desregulamentação dos mercados internacionais e a abertura comercial provocaram uma reestruturação da economia brasileira com grandes impactos na indústria nacional. As médias e pequenas empresas brasileiras não estavam preparadas para competir com os grandes conglomerados internacionais e reagiram com reestruturação da produção, fechamento de várias empresas e crescimento das demissões e do desemprego como mostra o Gráfico 2.

Collor assumiu o poder quando a taxa inflacionária atingia 81% ao mês. Para conter o avanço, o governo lançou o Plano Collor I com o objetivo de estabilizar a economia. Dentre as medidas do plano, estava o confisco de 75% do meio circulante, o que causou forte recessão da economia e grande descontentamento da população. Por sua vez, a inflação não foi controlada, embora tenha recuado nos primeiros meses do plano.

A inflação voltou a se acelerar em 1991, ano em que é lançado o Plano Collor II. O governo recorreu ao congelamento de preços e salários e aplicou uma política econômica ortodoxa de contração monetária e fiscal.

Taxa de desemprego

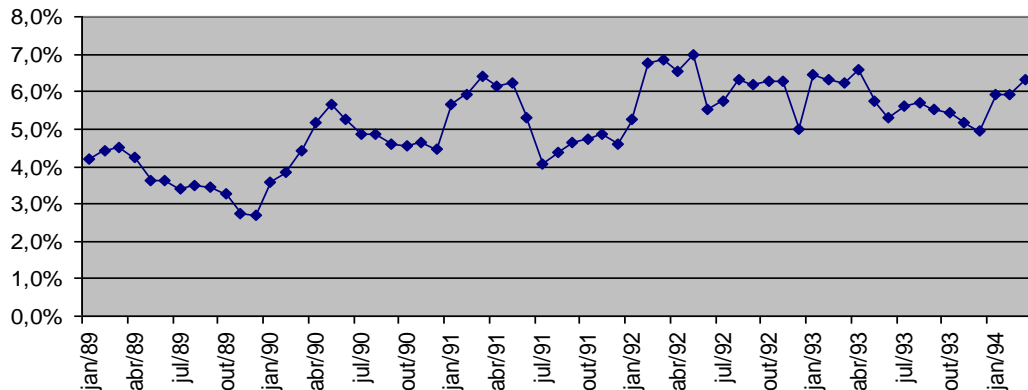


Gráfico 2 - Taxa de desemprego no Brasil (1989 – 1994)
Fonte: Ipeadata (2010).

O fracasso das tentativas de combate à inflação com os planos Collor I e II marcou o início da década de 1990 por recessão, com queda de quase 10% no PIB e inflação superior a 1.000% ao ano. Além disso, a política econômica do governo Collor provocou aumento do desemprego e queda dos salários reais e da massa salarial, gerando uma grande onda de insatisfação popular e instabilidade política.

O cenário era de caos econômico e político quando as crescentes denúncias de corrupção dentro do governo acabaram levando o Presidente Collor ao processo de *impeachment* em outubro de 1992. O vice de presidente, Itamar Franco, assumiu a presidência e iniciou um novo plano de estabilização de preços, conhecido como o Plano Real. Esse novo plano econômico forneceu as condições necessárias para a consolidação do neoliberalismo no Brasil durante o Governo de Fernando Henrique Cardoso.

3.2 O PLANO REAL E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: A CONSOLIDAÇÃO DO NEOLIBERALISMO NO BRASIL

O Plano Real¹⁵ foi implementado em 1993, tendo à frente o ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso¹⁶. O sucesso do plano real e o medo da população de um retorno

¹⁵ O Plano Real foi apoiado por uma equipe de economistas da PUC-RJ, tendo como principais integrantes da equipe: Gustavo Franco, André Lara Rezende, Edmar Bacha e Pêrsio Arida.

¹⁶ Durante o governo Itamar Franco houve uma grande rotatividade no Ministério da Fazenda, antes de FHC assumir o ministério, o presidente já havia indicado outros três ministros num prazo de seis meses: Gustavo Krause, Paulo Haddad e Eliseu Rezende.

da inflação acabaram rendendo, ao então ministro, dois mandados presidenciais. O Governo FHC consolidou o projeto neoliberal de integração financeira ao movimento de valorização do capital financeiro internacional, além de intensificar as privatizações.

O Plano Real consistiu em três etapas fundamentais:

1. Saneamento das contas públicas através do Programa de Ação Imediata (PAI), cujo principal pilar foi à criação do Fundo Social de Emergência (FSE)¹⁷, que buscava estabelecer o equilíbrio fiscal do Estado;
2. Criação de um padrão estável de valor. A Unidade Real de Valor¹⁸ (URV) entrou em vigor em maio de 1994 e serviu de transição para a implantação da nova moeda. A URV foi utilizada para restaurar a função de unidade de conta da moeda, que havia sido destruída pela inflação, e para referenciar preços e salários;
3. Emissão de uma nova moeda nacional, em 1º de junho de 1994, com poder aquisitivo estável, chamada de *Real*.

O governo passou a adotar uma política monetária restritiva após o Plano Real, aumentou o depósito compulsório para 100% sobre os depósitos à vista e manteve elevadas taxas de juros para desestimular a demanda doméstica e atrair o capital externo. A taxa de câmbio¹⁹ não era fixa, porém, tanto o Conselho Monetário Nacional (CMN) quanto o Banco Central do Brasil (BACEN) tinham instruções rígidas com relação à necessidade de se manter a taxa de câmbio sobre valorizada.

A política cambial passou a ser usada para controlar a inflação, uma espécie de “âncora cambial”. O objetivo era manter a estabilidade de preço através da concorrência dos produtos importados, que passaram a ganhar o mercado interno após a abertura comercial e a queda nas tarifas de importação.

Para Carneiro (2002), o modelo de inserção comercial adotado após o Plano Real é reflexo da reestruturação produtiva provocada pela política econômica de abertura comercial e valorização real da moeda nacional. Para esse autor, o Brasil sofreu uma “especialização regressiva” da indústria. Os setores intensivos em tecnologia e capital foram perdendo espaço,

¹⁷ A primeira etapa do plano consistia em sanear as contas públicas, apontada como a principal causa da inflação. Para tanto, o governo diagnosticou as seguintes necessidades: redução dos gastos da União; recuperação da receita tributária; equacionamento das dívidas de estados e de municípios com a União; controle mais rígido dos bancos estaduais; saneamento dos bancos federais; e ampliação do programa de privatização.

¹⁸ O objetivo da URV era provocar uma indexação generalizada da economia, para isso, todos os dias o Banco Central emitia um relatório com a desvalorização monetária e a cotação da URV. Os contratos, os preços no comércio e os salários passaram a ser determinados em URV. Rego e Marques (2006, p. 234); Souza (2008).

¹⁹ A taxa de câmbio era de R\$ 1,00 (real) para US\$ 1,00 (dólar norte-americano).

ao passo que, os setores tradicionais, baseados em recursos naturais e trabalho foram se ampliando e se diversificando.

Isso fez com que a pauta exportadora do Brasil se concentrasse em *commodities* agrícolas e industriais, produtos de baixa intensidade tecnológica e bens intensivos em trabalho e recursos naturais²⁰. Por sua vez, as importações foram se concentrando em produtos de média e alta intensidade tecnológica.

Castro (2001) destaca que o processo de reestruturação da indústria brasileira provocou perda de alguns elos da cadeia produtiva, principalmente nos setores intensivos em tecnologia e capital, o que acabou reduzindo o dinamismo desses setores.

O governo se utilizou de uma “âncora cambial” para controlar a inflação, provocando uma valorização crescente da taxa de câmbio real, que aliada ao processo de abertura comercial gerou grandes déficits na balança comercial logo após o plano real.

Para cobrir os elevados déficits em conta corrente, o governo passou a estimular à entrada de capitais externo, sobretudo o capital especulativo, através de aumento nas taxas de juros e desregulamentação financeira, além de promover a venda de patrimônio público através da intensificação das privatizações.

O plano real, bem como os planos de estabilização de preços dos principais países da América Latina sob orientação do Consenso de Washington, teve como principais medidas a desregulamentação financeira, a abertura comercial, políticas de ajuste fiscal, austeridade monetária e privatização.

A partir de 1993 o PND entrou na terceira fase, as privatizações foram intensificadas e sofreram mudanças nas regras após o Plano Real. Entre essas mudanças destacam-se a ampliação dos créditos para fins de privatização e a eliminação de restrições a investidores estrangeiros.

A privatização atendia a três objetivos: o primeiro era a geração de recursos para financiar os déficits da balança comercial e de serviços devido à valorização do real e ao pagamento dos juros da dívida pública; o segundo era que a privatização reduziria o tamanho do Estado na economia; e por último, o ambiente criado pela mídia ao redor da privatização fortalecia o neoliberalismo por meio da construção de uma ideologia em que o Estado representava a ineficiência e que apenas o mercado, através da competição entre as empresas, seria capaz de oferecer os serviços de qualidade pelo menor preço para a população e promover o desenvolvimento econômico.

²⁰ Ver Nassif, A.; Puga, F. P. *Estrutura e Competitividade da indústria brasileira: o que mudou?* Rio de Janeiro: BNDES, 2004.

Entre 1994 e 2001, o Estado transferiu para o setor privado cerca de noventa empresas estatais, além de vender a participação minoritária em várias outras empresas. A privatização gerou US\$ 67 bilhões em receita para os cofres públicos e mais US\$ 18 bilhões em moeda de privatização²¹. O setor de telecomunicações teve um programa de privatização separado do PND, os leilões foram concentrados entre 1997 e 1998 e arrecadou cerca de US\$ 28,8 bilhões²².

A privatização impulsionou o mercado de capitais brasileiro, que há muitos anos estava em baixa. Atualmente, boa parte das principais empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) são empresas que foram privatizadas.

Em 1999 e 2000, assistiu-se uma grande movimentação no mercado de capitais brasileiro provocada, entre outros fatores, pela privatização da Telebrás, que se dividiu em doze empresas de telecomunicações, gerando uma imensa gama de negócios e oportunidades de investimentos. A Bovespa sofreu forte valorização, incentivando várias empresas a abrir capital ou lançar mais ações no mercado.

As privatizações foram importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e da relevância do papel dos investidores institucionais, que ganharam destaque nesse processo. A participação dos fundos de pensão foi de grande importância no processo de privatização, muitas vezes responsável pela própria viabilidade financeira dos consórcios formados e por dar maior concorrência aos leilões.

Assim como nos Estados Unidos, os investidores institucionais passaram a influenciar e controlar a gestão das empresas no Brasil, com o objetivo de elevar o preço das ações e a rentabilidade dos fundos por eles representados. A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), por exemplo, já ocupou assentos em conselhos de administração de 95 empresas ao mesmo tempo.

A adoção das práticas de governança corporativa surgiu no Brasil em consequência do aumento da participação dos investidores institucionais e em resposta à necessidade de captar recursos e fontes de financiamento para a atividade empresarial, principalmente, capitais estrangeiros incentivados pela abertura financeira. Atualmente no Brasil, um dos principais responsáveis pela disseminação das práticas de “boa governança” é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

²¹ Sobre moeda de privatização ver Rego e Marques (2006, p. 217).

²² Para mais detalhes ver NETO, A.F.; FILHO, Barossi M.; CARVALHO, A. G. de; MACEDO, R. (2005) Os efeitos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. Revista Brasileira de Economia – Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 151-175.

A desestatização também representou a desnacionalização de muitas empresas. A Constituição Federal sofreu alteração para permitir que até 100% do capital das empresas privatizadas fossem adquiridas por estrangeiros. Por outro lado, a abertura financeira e a grande liquidez no mercado internacional favoreceram esse processo.

Além das privatizações, o neoliberalismo também promoveu a precariedade das condições de trabalho. O aumento do emprego temporário, terceirizado e informal se constituíram em uma marca da década de 1990. O aumento do desemprego promovia a queda dos salários, ao mesmo tempo, em que fragilizava e desarticulava a organização dos trabalhadores e de movimentos sociais.

Por outro lado, as medidas de política fiscal restritiva pautada no corte dos gastos públicos também contribuíram para o aumento do desemprego e da concentração de renda. O governo economizava com contenção salarial e queda no investimento por um lado e por outro, a dívida pública crescia com as elevadas taxas de juros. Além disso, o governo passou a se endividar internamente para saldar a dívida externa.

Apesar disso, a política econômica de desregulamentação financeira associada ao processo de abertura da conta de capital recriaram o ambiente de vulnerabilidade externa²³ devido ao aumento do déficit na conta de transações correntes do balanço de pagamentos.

Nakatani (2010) destaca que a combinação de política de câmbio sobre valorizado e altas taxas de juros produziram efeitos negativos sobre as contas externas. O governo incentivou a entrada de capitais externos de curto prazo com o objetivo de suprir as demandas do balanço de pagamentos.

Todavia, a abertura financeira²⁴ já fazia parte do programa de ajuste e reformas neoliberais implementadas no Brasil desde o início dos anos 90, num movimento de integração ao mercado financeiro nacional e ao processo de globalização financeira. Nesse processo, foi crucial a alteração na legislação que equiparou investidores residentes e não-residentes, permitindo aos estrangeiros operarem nos mercados de derivativos de câmbio e juros (CARNEIRO ET AL, 2006).

Entretanto, cabe destacar que foram as mudanças estruturais da dinâmica financeira internacional que determinaram a re-inserção do Brasil e da América Latina no mercado financeiro internacional. O crescimento expressivo dos investidores institucionais, aliado ao

²³ O conceito de vulnerabilidade refere-se à fragilidade da economia às mudanças na dinâmica da economia internacional. Um país é dito como vulnerável externamente quando a estratégia de política econômica adotada pode ser colocada em xeque, a qualquer momento por uma reversão nas condições econômicas internacionais.

²⁴ A abertura financeira de uma economia envolve dois processos: a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos e a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no espaço nacional.

processo de queda da taxa de juros norte-americana fez com que esses investidores buscassem novas oportunidades de valorização da riqueza financeira, ao mesmo tempo, em que a rentabilidade financeira do Brasil, e de outros países latino-americanos, aumentava em decorrência das perspectivas de lucro nos mercados acionários, devido aos programas de privatização, além da combinação de elevada taxa de juros e valorização cambial.

Souza (2008) ressalta que a renegociação da dívida externa²⁵ e a suspensão da moratória foram fundamentais nesse processo. Sem isso, o governo não teria atraído os capitais internacionais, imprescindíveis para acumular as reservas cambiais, que davam sustentação à nova moeda. O plano real não teria tido sucesso no combate à inflação sem a renegociação da dívida externa.

A re-inserção do Brasil no mercado financeiro internacional garantia à estabilidade de preço, mas também fazia crescer a vulnerabilidade da economia, diante da abundante entrada de capitais de curto prazo, sem qualquer compromisso com o nível de investimento da economia.

Assim, enquanto nos anos 1980 a restrição externa caracterizava-se pela ausência de financiamento externo voluntário e pela necessidade de transferência líquida de recursos para o exterior, nos anos 1990, a vulnerabilidade externa do Brasil estava associada ao processo de abertura financeira num ambiente de globalização financeira e produtiva e de predominância de fluxos de capitais altamente voláteis e imprevisíveis.

A principal forma de manifestação dessa vulnerabilidade da economia brasileira foram as recorrentes crises cambiais, que atingiram o país depois do plano real. Em 1997, a crise asiática atingiu a economia brasileira diante de um déficit de US\$ 33,4 bilhões em conta corrente, equivalente a 4,2% do PIB na época.

Com a crise da Rússia em 1998 aumentou a desconfiança do mercado externo em relação ao Brasil e a obtenção de novos empréstimos foi dificultada. A situação se agravou ainda mais com o déficit nominal nas contas públicas, que chegava a 8% do PIB, enquanto que o déficit em conta corrente já superava os US\$ 35 bilhões.

Diante disso, o governo estimulou o ingresso do capital especulativo através do aumento da taxa de juros de 29,75% para 49,75% ao ano em setembro de 1998 e adotou medidas de ajuste fiscal, mas isso não foi suficiente para reduzir a turbulência do mercado. A

²⁵ As negociações da dívida externa se iniciaram durante o governo Collor e se estenderam até o governo FHC. A reestruturação da dívida consistiu na troca da dívida antiga por novos papéis com prazo de 14 anos, carência de três anos para o pagamento do principal, títulos do Tesouro norte-americano em garantia, pagamento imediato dos juros e desconto de 7,6% do montante da dívida.

instabilidade do sistema financeiro internacional provocou perda de reservas e o governo precisou recorrer ao FMI.

Em janeiro de 1999, o real não resistiu aos ataques especulativos e foi desvalorizado, como mostra o Gráfico 3:

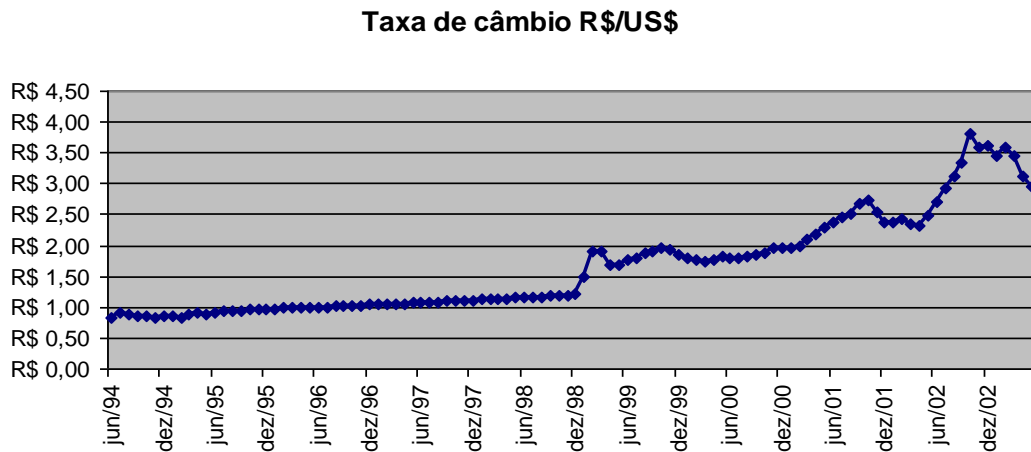


Gráfico 3 - Câmbio Comercial (compra) durante o Governo FHC.
Fonte: Ipeadata (2010).

A crise financeira foi instaurada com a desvalorização cambial, sendo que dois presidentes do Bacen perderam o cargo²⁶. O regime cambial foi alterado duas vezes até chegar ao regime de flutuação “suja”, vigente até os dias atuais. Esse regime une a livre flutuação do câmbio com intervenção do Bacen em determinados momentos.

A mudança no regime de câmbio e a desvalorização da moeda doméstica retiraram do Bacen os instrumentos de controle da inflação apoiados na “âncora cambial”. Desde a implantação do plano real que a política de combate à inflação se dava através da elevação do grau de abertura externa da economia e sobre valorização da taxa de câmbio. A alternativa adotada para controlar a inflação foi à adoção do Sistema de Metas de Inflação²⁷.

Esse sistema entrou em vigor em julho de 1999 e consiste na definição pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) de uma meta de inflação a ser alcançada, enquanto que o Comitê de Política Monetária (Copom) do Bacen determina a taxa básica de juros que possibilite alcançar a meta de inflação. A medida oficial adotada para a inflação é o Índice de Preços ao

²⁶ Gustavo Franco pede demissão da presidência do Banco Central em janeiro de 1999. Francisco Lopes, seu sucessor, não conseguindo deter a desvalorização do real foi demitido da presidência do Bacen em fevereiro de 1999, sendo substituído por Armínio Fraga.

²⁷ Ver Oreiro, J. L. e Curado, M. (2005). Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. *Indicadores Econômicos FEE, Porto Alegre*, v. 33, n. 2, p. 127-146.

Consumidor Amplo (IPCA) e a taxa básica de juros é denominada de Sistema Nacional de Liquidação e Custódia (SELIC).

A partir de 1999, o instrumental utilizado para controlar a taxa de inflação é a taxa básica de juros. Isso significa que o Bacen deve aumentar a taxa de juros nominal sempre que houver um aumento das expectativas de inflação.

Com o sistema de metas de inflação, a taxa básica de juros deixou de ser um instrumento de política econômica voltado para induzir o crescimento econômico com geração de emprego e melhoria da qualidade de vida da população. Entretanto, cabe destacar que esse arranjo de política econômica beneficia uma pequena parte da população detentora de ativos financeiros e títulos da dívida pública, além dos bancos e dos especuladores nacionais e internacionais.

Nesse sentido, observa-se que a política econômica adotada durante o governo FHC não foi capaz de alavancar o investimento e promover o crescimento econômico de forma sustentada, como mostra Tabela 4:

Tabela 4 - Variáveis macroeconômicas do Brasil (1995 – 2002)

| Ano | PIB (%) | Taxa de Juros (% a.a) | Inflação IPC (% a.a) |
|------|------------|--------------------------|-------------------------|
| 1995 | 4,2 | 53,07 | 23,17 |
| 1996 | 2,7 | 27,37 | 10,03 |
| 1997 | 3,3 | 24,70 | 4,83 |
| 1998 | 0,1 | 28,78 | -1,8 |
| 1999 | 0,8 | 25,59 | 8,63 |
| 2000 | 4,4 | 17,43 | 4,38 |
| 2001 | 1,3 | 17,31 | 7,13 |
| 2002 | 1,9 | 19,18 | 9,9 |

Fonte: Ipeadata (2010);

A manutenção de elevadas taxas de juros, além de produzir efeitos negativos sobre o comportamento dos investimentos e do nível de atividade, também provocou a deterioração das contas públicas diante do aumento dos gastos com pagamento de juros da dívida pública. Entretanto, para garantir o pagamento dos credores nacionais e internacionais, o governo passou a adotar uma política de geração de superávits primários, o que restringiu ainda mais os instrumentos de indução do crescimento econômico e da geração de emprego.

3.3 GOVERNO LULA: CONTINUIDADE E MUDANÇAS NAS POLÍTICAS NEOLIBERAIS

Enquanto o candidato do Partido dos Trabalhadores subia nas pesquisas eleitorais de 2002, a inflação e o risco-país²⁸ disparavam com a fuga de capitais, a taxa de câmbio chegou a R\$4,00 nesse ano. Uma crise financeira se instalou no país diante da expectativa do que poderia vir a representar um governo de esquerda para o Brasil. A grande dúvida dos especuladores nacionais e internacionais era se o novo governo iria dar continuidade às políticas neoliberais adotadas desde 1990.

Para vencer a desconfiança, Lula assumiu o poder em 2003, se comprometendo em manter os “bons fundamentos econômicos” para reduzir a inflação e atrair capitais estrangeiros, o que significava dar continuidade às políticas macroeconômicas herdadas do governo anterior.

A política econômica durante o primeiro mandato do governo Lula esteve pautada no tripé câmbio flutuante, superávit primário e metas de inflação. Para acelerar a queda do índice de preço, o governo estipulou metas ambiciosas de inflação e passou a apresentar superávit primário bem superior aos índices acordados com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

O superávit primário significa a responsabilidade fiscal do governo em garantir o pagamento dos juros da dívida pública aos seus credores nacionais e internacionais. O sistema de metas de inflação exerce o papel de subordinar as variáveis macroeconômicas ao controle da inflação. O instrumento para controle da inflação tem sido a elevada taxa de juros, o que desestimula o investimento e reduz o crescimento econômico.

Durante os ciclos de liquidez, a taxa de câmbio flutua devido aos movimentos da conta de capital, mas no período de baixa liquidez, o câmbio se desvaloriza, provocando um movimento de elevação da taxa de juros para não contaminar a inflação. Além disso, nos momentos de abundante entrada de capitais, a taxa de juros é utilizada para apreciar o câmbio e combater a inflação. O Gráfico 4 mostra a relação entre taxa de câmbio e taxa de juros.

A interdependência das políticas cambial e monetária num regime de grande mobilidade de capitais amplia os canais de transmissão da instabilidade e volatilidade do mercado financeiro internacional. Isso torna instável e vulnerável a economia brasileira. Para minimizar a vulnerabilidade, o governo mantém elevado volume de reservas, o que por outro lado, acarreta em elevado custo fiscal e ainda reduz o poder de manobra da política fiscal.

²⁸ O risco-país do Brasil atingiu 2.436 pontos em 27 de setembro de 2002, o maior já registrado.

Brasil: taxa de câmbio x taxa de juros

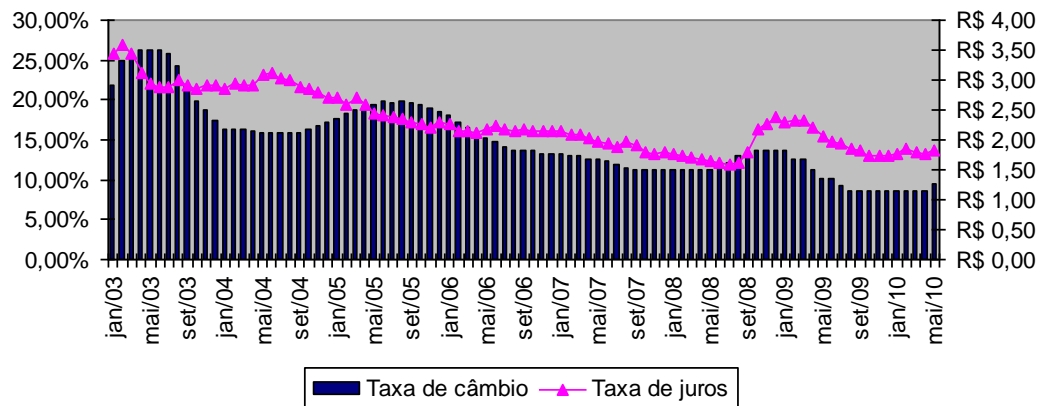


Gráfico 4 - Taxa de câmbio e taxa de juros no Brasil durante o governo Lula

Fonte: Taxa de câmbio = Ipeadata (2010).

Taxa de juros = BACEN/ Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic.

Diante de um sistema tributário regressivo como o brasileiro, a política fiscal passa a exercer uma função de transferência de renda a favor dos que detêm os títulos públicos, bancos, investidores e especuladores. O governo privilegia os credores, visto que, os gastos com pagamentos de juros da dívida pública superam os gastos com investimento e políticas sociais. Essa combinação de política econômica desestimula o investimento produtivo e indutor do crescimento econômico.

Carneiro et al (2006) ressalta que a realização sistemática de superávits primários favorece a camada de maior renda da população brasileira, que possui parte do seu patrimônio em títulos da dívida pública. De um lado, retira-se poder de compra, via carga tributaria, de segmentos sociais com alta propensão a consumir, de outro, transfere-se esses recursos, sob a forma de pagamento de juros aos detentores dos títulos da dívida pública, pertencentes a segmentos sociais de menor propensão ao consumo e que certamente transformarão essa renda recebida em ativos financeiros dentro e fora do país.

Nesse sentido, vale destacar a intensificação da abertura financeira durante o governo Lula. Em 2005, o governo extinguiu a Conta de Não-Residentes, conhecida como CC5, o que significou uma ampliação da abertura financeira ao eliminar os obstáculos para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior.

Também em 2005, o governo flexibilizou a cobertura cambial às exportações com a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores. Além disso, têm ocorrido iniciativas no sentido de permitir aos exportadores manter suas receitas em dólares em contas em moeda estrangeira no Brasil.

Carneiro et al (2006) destaca que o principal desdobramento perverso dessa medida é que os fluxos de dólares gerados pelas transações comerciais passarão a serem subordinados às mesmas variáveis que guiam os fluxos de capitais no mercado internacional.

O argumento usado para legitimar essas medidas está na necessidade de se reduzir a crescente valorização do real nos momentos de elevada liquidez internacional e abundante entrada de capitais. Entretanto, essas medidas dificultarão a captação de reservas pelo Bacen, além de limitar o poder de manobra da política cambial em momentos de baixa liquidez.

A atuação conjunta de taxa de câmbio flutuante, liberalização dos fluxos de capitais e desregulamentação financeira expõe a economia brasileira à lógica de funcionamento do mercado financeiro internacional. A taxa de câmbio passa a ser determinada pelo mercado financeiro internacional, a partir da percepção dos agentes, e atua como o principal canal de transmissão de instabilidade. Os mercados financeiros são, por sua natureza, voláteis e instáveis.

Como bem retrata Nakatani (2010), o Brasil está sob nova ordem, à supremacia dos mercados. Essa nova configuração do capitalismo por meio das políticas neoliberais faz com que o mercado esteja acima das outras instituições, inclusive o Estado, e as políticas econômicas passam a serem subordinadas ao mercado financeiro.

Contudo, a partir do segundo mandato do Governo Lula observa-se algumas mudanças de direcionamento da política econômica em favor da camada mais pobre da população. A política social volta a ter espaço na agenda das políticas públicas. Destaca-se o programa de transferência de renda, Bolsa Família, e a política de valorização do salário mínimo.

O Programa Bolsa Família unificou vários programas de transferência de renda que existiam no Governo FHC, aumentou o valor dos benefícios e foi ampliado de 03 para 11 milhões de famílias atendidas, são cerca de 45 milhões de pessoas beneficiadas²⁹.

A política de valorização do salário mínimo é outra iniciativa do Governo Lula que tem beneficiado a população de baixa renda. Enquanto a renda média do trabalho no Brasil aumentou 7,59% de 2002 a 2008, o ganho real acumulado do salário mínimo foi de mais de 44% de 2003 a janeiro de 2010 como mostra a Tabela 5.

O aumento real do salário mínimo e a ampliação do programa Bolsa Família contribuíram para a redução da desigualdade social medida pelo índice de Gini³⁰. Segundo

²⁹ As famílias beneficiadas possuem renda mensal de até R\$120,00 por pessoa, classificadas em situação de pobreza ou de extrema pobreza.

³⁰ O índice de Gini é um coeficiente criado pelo italiano Corrado Gini em 1912 para medir a desigualdade social, e varia de 0 a 1. Nesse cálculo, quanto mais próximo de 1, maior a desigualdade, e quanto mais próxima de zero,

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), a desigualdade social no Brasil caiu 7,6% de 2002 a junho de 2009 e a taxa de pobreza foi reduzida de 42,5% para 31,1% da população nesse mesmo período, cerca de quatro milhões de brasileiros saíram da situação de pobreza.

Tabela 5 - Reajuste do salário mínimo (2003 – 2010)

| Ano | Salário Mínimo (R\$) | Reajuste Nominal (%) | INPC (% a.a) | Aumento Real (%) | Acumulado (%) |
|----------|-------------------------|-------------------------|-----------------|---------------------|------------------|
| Abr/2002 | 200,00 | - | - | - | - |
| Abr/2003 | 240,00 | 20,00 | 18,54 | 1,23 | 1,23 |
| Mai/2004 | 260,00 | 8,33 | 7,06 | 1,19 | 2,42 |
| Mai/2005 | 300,00 | 15,38 | 6,61 | 8,23 | 10,65 |
| Abr/2006 | 350,00 | 16,67 | 3,21 | 13,04 | 23,69 |
| Abr/2007 | 380,00 | 8,57 | 3,30 | 5,10 | 28,79 |
| Mar/2008 | 415,00 | 9,21 | 4,98 | 4,03 | 32,82 |
| Fev/2009 | 465,00 | 12,05 | 5,92 | 5,79 | 38,61 |
| Jan/2010 | 510,00 | 9,68 | 3,45 | 6,02 | 44,63 |

Fonte: Dieese (2010).

No Governo Lula também se observou o fim do ciclo de privatização das empresas estatais e aumento no acesso ao ensino superior através do Programa Universidade Para Todos (PROUNI). Em 2005 foram oferecidas 112 mil bolsas de estudo em 1.412 instituições.

O Estado voltou a assumir um papel de orientador e indutor do crescimento econômico. A partir de 2007, o crescimento da atividade econômica passou a ser resultado do aumento da demanda interna, estimulada pelo aumento na renda com o Bolsa Família e a valorização do salário mínimo. O crescimento da renda aliado a estabilidade de preços permitiu a expansão do crédito, induzindo a expansão da demanda agregada puxada pelo crescimento dos gastos de consumo das famílias.

Entretanto, o Gráfico 5 mostra que o baixo nível dos investimentos e da formação bruta de capital fixo na economia brasileira continuava a ser um problema para a equipe econômica. Diante disso, o governo lançou em 2007 o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que consiste em um conjunto de medidas de curto, médio e longo prazo que visam contribuir para o crescimento econômico através do aumento do investimento em infra-estrutura, do estímulo ao financiamento e ao crédito, da melhora do ambiente de investimento, da desoneração e aperfeiçoamento do sistema tributário e da adoção de medidas fiscais de longo prazo. Além de investimentos nos segmentos de transportes, energia, cultura,

melhor a distribuição de renda. O índice de Gini reduziu de 0,534 em março de 2002 para 0,493 em junho de 2009.

meio ambiente, saúde, área social e habitação. Os investimentos previstos para o PAC são da ordem de R\$ 1,14 trilhão. Esses investimentos do setor público são importantes para elevar a formação bruta de capital fixo da economia brasileira, tendo em vista, o baixo investimento do setor privado.

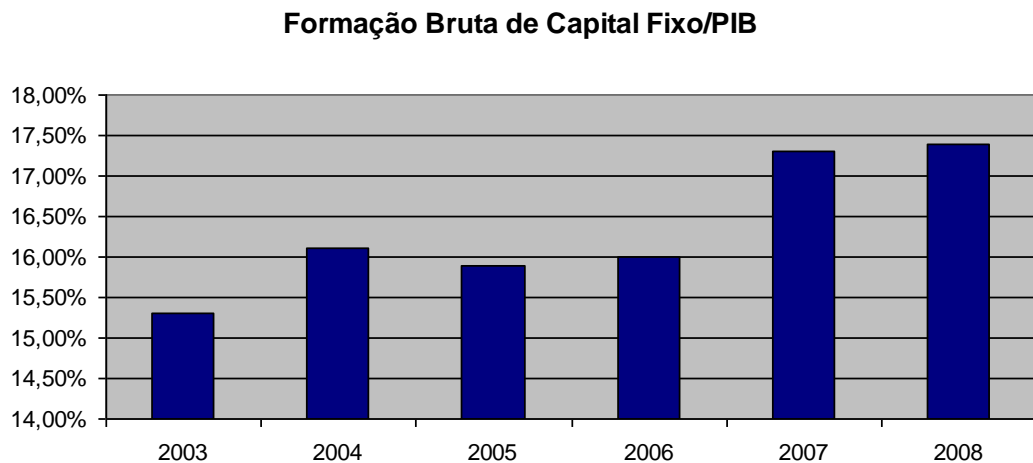


Gráfico 5 - Formação bruta de capital fixo/PIB (%) a preços correntes
Fonte: IBGE (2010).

Segundo Carneiro et al (2006), O baixo nível da formação bruta de capital fixo e o fraco desempenho da atividade econômica do Brasil dos últimos vinte e cinco anos são resultados da combinação entre o arranjo de política macroeconômica e a política de desenvolvimento liberal baseada nas reformas microeconômicas de desregulamentação dos mercados e da nova relação Estado-mercado estabelecida pela política neoliberal. A taxa básica de juros do Brasil continua sendo uma das maiores do mundo, apesar das sucessivas quedas na taxa Selic durante o governo Lula, como mostra o Gráfico 6. As elevadas taxas de juros beneficiam o capital financeiro e reduzem o investimento produtivo e a formação bruta de capital fixo.

O processo de integração da economia brasileira ao mercado financeiro global tem influencia sobre as decisões individuais do setor produtivo quando às alternativas de investimento. Além disso, destaca-se o crescimento dos investidores institucionais no Brasil e a adoção da governança corporativa, que possuem como objetivo o aumento da rentabilidade no curto prazo. Diante da ampla abertura financeira, cada vez mais são oferecidos uma infinidade de produtos e serviços financeiros que proporcionam elevado retorno financeiro.

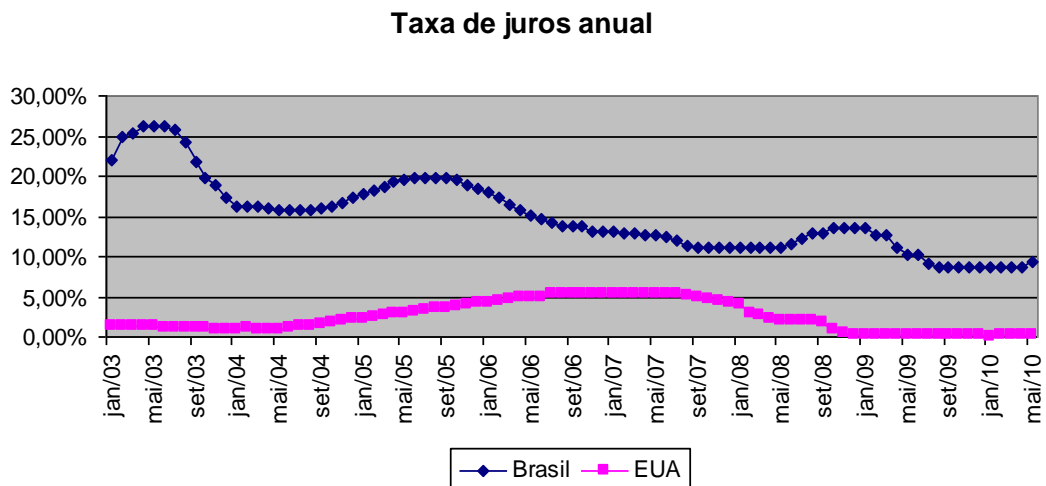


Gráfico 6 - Taxa de juros anual Brasil e EUA

Fonte: Brasil = BACEN/ Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic.
EUA = Federalreserve/releases.

As empresas nacionais não-financeiras podem alocar os seus recursos tanto no investimento produtivo quanto no investimento financeiro. Cabe destacar que a decisão de investimento é determinada pela expectativa de retorno ou rentabilidade do capital investido no menor prazo, isto é, quanto maior a taxa de juros e a expectativa de valorização financeira, maior será o estímulo das empresas não-financeiras a investirem os seus recursos no setor financeiro e postergar o investimento produtivo indutor do crescimento econômico e da geração de empregos.

Esse entrelaçamento do setor produtivo com o setor financeiro se tornou evidente na economia brasileira durante a crise financeira mundial de 2008 quando empresas como a Sadia e a Aracruz publicaram as suas perdas com a especulação financeira, perdas estas que quase levaram essas empresas à falência.

A decisão individual das empresas não-financeiras de remunerar seus capitais na esfera financeira ao invés de investir na produção de mercadoria e serviços pode ter contribuído de forma significativa para o baixo crescimento da formação bruta de capital fixo e da atividade econômica nos últimos anos de políticas neoliberais.

É com o propósito de verificar a relação entre a financeirização e o investimento em acumulação de capital para a economia brasileira que será realizada a análise empírica do próximo capítulo. Através dela, será possível analisar o impacto da crescente financeirização sobre as decisões de investimento real das empresas não-financeiras.

4 ESTUDO EMPÍRICO PARA A ECONOMIA BRASILEIRA

A economia brasileira apresentou forte expansão da atividade econômica durante o período de 1950 até 1973, impulsionada pelo modelo de substituição de importação. O crescimento do PIB seguiu em paralelo à formação bruta de capital fixo propiciada pelos elevados investimentos estatais e privados.

A partir da década de 1980 a economia passou a apresentar queda no nível de atividade em decorrência do esgotamento do modelo de substituição e da elevação da taxa de juros internacional. A crise da dívida externa desestruturou profundamente a economia brasileira e intensificou o processo inflacionário.

Entretanto, a estabilidade econômica alcançada em 1994 não foi suficiente para retomar as elevadas taxas de crescimento econômico e do investimento, a reduzida taxa de acumulação de capital tem contribuído para esse baixo crescimento econômico.

O objetivo deste capítulo é estudar empiricamente a relação entre a financeirização e a acumulação de capital para a economia brasileira com base nas informações de empresas não-financeiras no período de 1995 a 2007. Para isso, o capítulo foi organizado em seis seções. A primeira apresenta uma revisão da literatura empírica nacional e internacional, abordando os principais trabalhos sobre o tema.

A segunda aborda a especificação do modelo, apresenta a função investimento a ser utilizada bem como a especificação das variáveis do modelo e os sinais esperados.

A terceira discute a abordagem teórica do modelo de determinação do investimento em capital fixo a partir de dados microeconômicos.

A quarta apresenta a abordagem econométrica do modelo a ser aplicado. A técnica econométrica usada é um modelo dinâmico de dados em painel estimado pelo Método Generalizado de Momentos (GMM) usando a técnica proposta por Arellano-Bond.

A quinta discute o banco de dados e a representatividade da amostra. As informações para a pesquisa foram obtidas com base nas demonstrações contábeis anuais de empresas não-financeiras cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Por fim, a sexta apresenta a estimativa econométrica e análise dos resultados para uma amostra de 209 empresas e dos subgrupos divididos em empresas que possuem governança corporativa, indústria de transformação, setor privado e público e de acordo com o porte das empresas.

4.1 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA

Os possíveis efeitos da financeirização sobre o processo de acumulação de capital têm atraído muitos debates na literatura internacional. Tobin (1965) já identificara uma possível relação contraditória entre o investimento produtivo e o investimento financeiro. Ele observou que os recursos disponíveis podem ser investidos tanto em ativos reais como em ativos financeiros. Em momentos em que os ativos financeiros oferecem retornos mais elevados do que os projetos de investimento produtivos, mais recursos serão investidos no capital financeiro e, como resultado, menos recursos estarão disponíveis para o investimento real.

Crotty (2005) reforça o argumento de Tobin no seu estudo sobre a economia norte-americana, quando constatou que as empresas do setor não-financeiro aumentaram imensamente os seus investimentos financeiros e/ou criaram subsidiárias financeiras, a partir da década de 1970, como resposta à queda na taxa de lucros.

Duménil e Lévy (2004) destacam o crescimento dos pagamentos financeiros pelas empresas não-financeiras enquanto estratégia para valorização das ações e como consequência do aumento do poder exercido pelos mercados financeiros sobre o setor produtivo. Esses pagamentos reduzem os fundos internos disponíveis para realização de investimentos produtivos. Eles ressaltam que após ter direcionado os recursos para o setor financeiro, as corporações não-financeiras competem com os demais agentes do mercado para captar de volta esses montantes quando resolvem por em prática os seus projetos de expansão, além disso, os custos dos recursos externos são mais elevados.

Orhangazi (2007) estudou empiricamente a relação entre a financeirização e o investimento real para a economia norte-americana. O autor encontrou uma relação negativa entre a financeirização e o investimento real, baseado nas informações contábeis das empresas do setor não-financeiro para o período de 1973 a 2003. Segundo ele, esse resultado pode ter duas explicações. Primeiro, o crescimento nas oportunidades de obter lucro financeiro no curto prazo pode ter incentivado os gestores do setor não-financeiro em alocar uma grande quantidade de recursos nos mercados financeiros para alavancar a rentabilidade da empresa. Segundo, o aumento dos pagamentos para os mercados financeiros como estratégia de valorização do preço das ações pode ter reduzido os fundos internos disponíveis e assim impedido o investimento na acumulação de capital fixo.

Stockhammer (2004) analisou empiricamente a relação entre financeirização e acumulação de capital em nível macroeconômico. Ele argumenta que o aumento do

investimento em ativos financeiros por parte das empresas não-financeiras indica uma mudança de objetivos da gestão dessas empresas, adotando “preferência rentista”. Stockhammer observa que o aumento dos lucros financeiros em conjunto com as mudanças na governança corporativa das empresas levou a uma mudança nas prioridades e nos incentivos dos seus gestores. As empresas passaram a focar no retorno de curto prazo ao invés de retorno de longo prazo dos investimentos, adotando um comportamento típico dos mercados financeiros. A mudança na gestão e no horizonte de retorno do investimento provoca um efeito negativo sobre o investimento real. O autor destaca que o processo de financeirização da economia mundial empurrou as empresas não-financeiras a agirem como agentes do mercado financeiro em busca de retorno no curto prazo. Vale destacar que essa tendência se tornou evidente na economia brasileira após a crise financeira mundial de 2008, em que empresas não-financeiras quase encerraram as suas operações em decorrência dos prejuízos acumulados no mercado financeiro. Apesar disso, os estudos nessa área para a economia brasileira ainda são incipientes.

Para Miguel Bruno (2007), o processo de liberalização comercial e financeira iniciado nos anos 1990 reconfiguraram rapidamente o ambiente institucional e macroeconômico do Brasil e, em consequência, surgiu um novo regime de crescimento. Esse regime apresenta baixa taxa de acumulação de capital fixo apesar da taxa de lucro médio estar sob tendência de crescimento desde 1994.

Nesse sentido, as evidências empíricas, estudadas por esse autor, corroboram para a hipótese de que a economia brasileira está sob um regime de crescimento denominado de *finance-dominated accumulation regime*. Regimes desse tipo não são, em geral, capazes de garantir taxas altas e sustentáveis de crescimento da renda per capita, porque isto implicaria que os proprietários de capital aceitassem abrir mão da elevada rentabilidade e liquidez proporcionada por ativos de curto prazo conectados à dívida pública, em favor de imobilizações ou ativos reais que, embora diretamente produtivos e relevantes do ponto de vista social, tendem a apresentar maiores riscos e menor rentabilidade.

Diante disso, Bruno (2008) realizou uma investigação dos determinantes de longo prazo do crescimento da economia brasileira e revelou uma baixa propensão a investir do lucro macroeconômico e a permanência de taxas muito baixas de crescimento do estoque de capital fixo. O estudo empírico, a partir dos agregados macroeconômicos, observou a existência de um processo particular de financeirização na economia brasileira que bloqueia a acumulação de capital produtivo, reduzindo o potencial de crescimento da economia. O lucro das empresas cresceu a uma taxa média de 1,93% ao ano, no entanto, a taxa de crescimento da

acumulação de capital fixo ficou estagnada em 0,23% ao ano. no período 1996-2006. Segundo ele, isso se deve a queda de 1,70% ao ano na taxa de propensão a investir dos lucros.

Isso significa que as empresas estão obtendo crescimento na sua taxa de lucro, mais que o capital não está sendo re-investido na produção. Os lucros não investidos na acumulação de capital fixo podem estar sendo direcionados para o investimento financeiro em busca de valorização na circulação monetária, em um processo semelhante ao observado na economia norte-americana e em algumas economias da Europa.

Este trabalho visa estudar empiricamente a relação entre a financeirização e o investimento em acumulação de capital fixo para a economia brasileira no período de 1995 a 2007, tendo como base as demonstrações contábeis de uma amostra de 209 empresas não-financeiras com ações negociadas na Bovespa. Uma contribuição deste trabalho está em analisar esse fenômeno a partir de dados microeconômicos obtidos diretamente das demonstrações contábeis e financeiras de uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa. Esse tipo de dado permite a análise dos efeitos da financeirização sobre as decisões reais de investimento dessas empresas, verificar se o argumento de que os lucros não investidos na acumulação de capital fixo têm sido direcionados para o investimento financeiro é verdadeiro.

4.2 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO

Existe uma vasta literatura que tenta explicar o comportamento do investimento das empresas. Contudo, o presente estudo é baseado na literatura que atribui importância tanto para as variáveis reais quanto para as variáveis financeiras na determinação do comportamento dos investimentos. Com o objetivo de analisar a relação do investimento com a financeirização no Brasil, será utilizada a seguinte função de investimento:

$$I/K = f(\pi/K, V/K, D/K, P/K, A_f/K, \pi_f/K) \quad (1)$$

Onde I representa o investimento em capital fixo, que representa o gasto total anual com aquisição de ativo imobilizado; π é lucro operacional anual, ou seja, a receita líquida anual de vendas descontada das despesas operacionais anuais; V representa a receita líquida anual de vendas ou faturamento líquido; D representa as dívidas bancárias de longo prazo; P

representa os pagamentos financeiros sob a forma de juros e dividendos; A_f representa as aplicações financeiras; π_f representa as receitas financeiras. Todas essas variáveis são ponderadas pelo estoque total de capital fixo da empresa, K , também conhecido como o total do ativo imobilizado.

A função descrita acima considera tanto variáveis reais quanto financeiras para determinar o investimento em acumulação de capital fixo realizado pelas empresas e ainda considera três variáveis (pagamentos financeiros, nível das aplicações financeiras e receitas financeiras) que levam em conta os potenciais impactos da financeirização na acumulação de capital fixo. Esse modelo tem como base a revisão da literatura quanto aos determinantes do investimento empresarial realizada por Chirinko (1993), Kopcke e Brauman (2001)³¹.

Em relação aos sinais da função, espera-se que o investimento seja positivamente relacionado com a taxa de lucro e a receita líquida de vendas. O sinal das variáveis financeiras (pagamentos financeiros, nível das aplicações financeiras e receitas financeiras) irá depender do impacto da financeirização sobre as decisões de investimento das empresas. O sinal da variável dívida de longo prazo irá depender da percepção do mercado financeiro sobre o nível de segurança da dívida e solvência da empresa.

4.2.1 Especificação das variáveis

- I/K = taxa de investimento em acumulação de capital fixo, resultante da divisão entre o total dos gastos com aquisição de ativo imobilizado sobre o total do ativo imobilizado;
- π/K = taxa de lucro, obtida através da divisão entre o lucro operacional anual sobre o total do ativo imobilizado. Essa variável mostra a rentabilidade da atividade produtiva;
- V/K = giro do capital, encontrado na divisão do total da receita líquida anual de vendas ou faturamento líquido sobre o total do ativo imobilizado. É o índice que mostra quantas vezes o capital imobilizado circulou durante o período de um ano. Quanto maior forem as vendas, maior será o giro do capital e o incentivo para a realização de novos investimentos produtivos;

³¹ Essa literatura destaca as variáveis de rentabilidade, demanda esperada e nível de endividamento como os principais determinantes do investimento por parte das empresas, considerando o aspecto microeconômico da tomada de decisão, visto que, variáveis macroeconômicas como taxa de juros e inflação afetam igualmente todas as empresas.

- D/K = nível de endividamento, calculado através das dívidas bancárias de longo prazo dividido pelo total do ativo imobilizado. Indica o grau de alavancagem da empresa no longo prazo. As dívidas bancárias de longo prazo são, geralmente, origens do investimento em ativo imobilizado;
- P/K = taxa de pagamento ao mercado financeiro, obtida através da divisão entre o total de pagamentos realizados sob a forma de juros e dividendos e o total do ativo imobilizado. Quanto maior for essa taxa, menor será a quantidade de recursos disponíveis para realizar investimentos, sejam eles financeiros ou produtivos;
- A_f/K = nível das aplicações financeiras, encontrado na divisão entre o montante de recursos aplicado no mercado financeiro sobre o total do ativo imobilizado. A razão entre essas variáveis indica quantas vezes o montante de recursos em ativos financeiros é maior que os ativos produtivos, sendo que quanto maior for esse indicador, maior será o impacto da financeirização sobre a acumulação de capital fixo nas empresas não-financeiras;
- π_f/K = taxa de receita financeira, resultante da divisão entre a receita financeira e o ativo imobilizado, quanto maior a receita financeira maiores serão os incentivos para as empresa não-financeiras investirem no mercado financeiro.

As variáveis utilizadas foram extraídas das Demonstrações contábeis das empresas. Os dados de ativo imobilizado, dívidas bancárias de longo prazo e aplicações financeiras foram obtidos do Balanço Patrimonial anual. Destacamos que o ativo imobilizado já está descontado da depreciação anual³². As informações referentes ao lucro operacional anual, receita líquida anual de vendas ou faturamento líquido, bem como as receitas financeiras e os pagamentos financeiros sob a forma de juros constavam no Demonstrativo de Resultado do Exercício anual, enquanto que os gastos com investimento em aquisição de ativo imobilizado e pagamentos financeiros sob a forma de dividendos foram encontrados no Demonstrativo de Origem e Aplicações dos Recursos. Essas demonstrações contábeis foram anualmente publicadas³³ pelas empresas em jornais de grande circulação nacional.

³²É aplicado um percentual de depreciação anual para cada tipo de bem ou ativo imobilizado adquirido pelas empresas, conforme as normas contábeis e legislação brasileira.

³³ Segundo a Legislação brasileira, todas as empresas cotadas em Bolsa de Valores e as Sociedades Anônimas são obrigadas a publicarem suas Demonstrações contábeis composta por Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultado do Exercício, Demonstração de Origem e Aplicação dos Recursos e Demonstrativo de Mutação do Patrimônio Líquido.

4.2.2 Rentabilidade e demanda

Essas variáveis estão relacionadas com o lado real da economia. A rentabilidade nada mais é do que a taxa de lucro do capital e as oportunidades de crescimento de uma empresa dependem da expectativa de rentabilidade e demanda do produto. Cabe destacar que a variável giro do capital (V/K) reflete as condições de demanda, pois considera o faturamento líquido da empresa. A expectativa de crescimento nas vendas devido ao aumento da demanda gera um incentivo para a realização de novos investimentos produtivos de forma a aumentar a oferta. Por outro lado, as empresas só irão investir em atividades que sejam rentáveis.

A rentabilidade esperada é um dos principais fatores na determinação do investimento e uma forma de se estimar a rentabilidade é observar a rentabilidade passada nos momentos em que ocorreram os investimentos. Além disso, os níveis anteriores de lucros dão origem aos fundos internos, que por sua vez podem ser usados tanto para o investimento produtivo quanto para o investimento financeiro.

Desse modo, espera-se que o investimento seja positivamente relacionado com a rentabilidade e demanda dos produtos e serviços. Essas variáveis são representadas pela taxa de lucro e giro do capital, respectivamente.

4.2.3 Pagamentos financeiros

Os pagamentos realizados pelas empresas do setor produtivo para o mercado financeiro podem se dar através de juros, dividendos e recompra de ações no mercado. As empresas pagam juros para os bancos e para os acionistas. Os juros bancários são decorrentes das operações de empréstimos junto aos bancos e o pagamento de juros para os acionistas ocorrem na forma de remuneração sobre o capital próprio. Essas duas modalidades de pagamento de juros e o pagamento de dividendos são considerados no modelo como “pagamentos financeiros”. A recompra de ações não será analisado devido à inexistência desse tipo de informação nas demonstrações contábeis.

Os pagamentos financeiros realizados pelo setor produtivo para o mercado financeiro podem afetar negativamente o investimento, na medida, em que reduzem os recursos internos disponíveis para a aquisição de ativo imobilizado. Por outro lado, o aumento no pagamento de juros bancários decorrente de empréstimos destinado à aquisição de ativo imobilizado pode resultar em uma relação positiva entre investimento e os pagamentos financeiros.

4.2.4 Nível de endividamento

Essa variável capta a percepção do mercado financeiro quanto o nível de consolidação da empresa ou de sua fragilidade. Um elevado nível de endividamento indica fragilidade financeira e pode afetar os investimentos, na medida em que o mercado financeiro pode responder a essa percepção negativa da empresa com restrições ao crédito e/ou aumentos no custo dos empréstimos.

Outro ponto relevante é que a alta alavancagem pode constituir uma ameaça para a autonomia de gestão da empresa. Aumento do endividamento indica que parte do seu fluxo de caixa está comprometida com credores e se a geração futura de rendimento for insuficiente para honrar esses compromissos, a gestão da empresa perderá a sua autonomia e a empresa poderá enfrentar o risco de se tornar insolvente.

A relação entre investimento e nível de endividamento depende da percepção do mercado quanto ao nível de endividamento considerado seguro. Além disso, o nível de segurança da dívida depende do tamanho da empresa, do setor de atuação, entre outras variáveis. Contudo, o investimento pode estar positivamente relacionado com o nível da dívida, se esta for percebida pelo mercado dentro do nível considerado seguro e ainda se o endividamento for a origem dos recursos aplicados no investimento real. Caso contrário, a relação será negativa.

4.2.5 Nível das aplicações financeiras e receitas financeiras

As empresas não-financeiras podem alocar os seus recursos, isto é, os lucros provenientes da atividade produtiva, na aquisição de ativos imobilizados com o objetivo de expandir a produção ou na aquisição de ativos financeiros com o objetivo de aumentar a receita financeira. A receita financeira é um indicador de rentabilidade dos investimentos financeiros, quanto maior o investimento financeiro, maior será a receita financeira.

A decisão das empresas não-financeiras em direcionar cada vez mais recursos para as aplicações financeiras pode afetar negativamente a acumulação de capital, na medida, em que os lucros obtidos na atividade produtiva não são re-investidos e ao reduzir os recursos disponíveis para o investimento real. Isso explicaria a baixa taxa de acumulação de capital.

Nesse caso, a correlação existente entre o nível de aplicações financeiras e acumulação de capital será negativa, devendo ser negativa também a relação do investimento produtivo

com a taxa de receita financeira. Aumentos na receita financeira são resultantes do crescimento no volume de recursos destinados ao investimento financeiro.

Entretanto, existe um outro argumento, em que a taxa de receita financeira pode apresentar uma correlação positiva com a acumulação de capital. As empresas podem utilizar os seus lucros provenientes de aplicações financeiras para financiar os seus projetos de investimento produtivo. Neste caso, os rendimentos financeiros passados podem ser positivamente relacionados com a acumulação de capital fixo dessas empresas. Esses dois argumentos são pertinentes e serão retomados quando da análise econométrica dos dados da dissertação.

4.3 ABORDAGEM TEÓRICA DO MODELO

O modelo utilizado leva em consideração a existência de dois canais através dos quais a financeirização poderia dificultar o investimento real. Primeiro, os recursos disponíveis podem ser investidos em ativos reais ou utilizados para adquirir ativos financeiros. Quando as oportunidades de lucro nos mercados financeiros são melhores do que a expectativa de retorno do investimento real gera um incentivo maior para investir em ativos financeiros e não em ativos reais.

Esse argumento parte da idéia de que o objetivo último de uma empresa é a obtenção de lucro, independente da esfera real ou financeira em que ele é gerado. Além disso, a pressão sobre a gestão das empresas para aumentar a rentabilidade, no menor prazo possível, pode obrigá-las a optar por investimentos financeiros, que oferecem retornos mais rápidos, em oposição aos investimentos reais, que proporcionam retornos no médio e longo prazo.

Entretanto, existe um outro argumento em que o aumento dos investimentos financeiros podem indiretamente contribuir para a elevação do investimento real, isto é, os lucros gerados no mercado financeiro podem ser usados na aquisição de capital fixo no longo prazo. Essa hipótese será testada quando da análise dos resultados.

Um segundo canal através do qual a financeirização poderia prejudicar o investimento real é através do aumento dos pagamentos de juros sobre o capital próprio e de dividendos para o mercado financeiro, reduzindo assim, a disponibilidade de recursos internos para investimento na acumulação de capital fixo.

Contudo, existe uma outra interpretação, em que o crescimento no pagamento dos juros pode estar relacionado com o aumento do endividamento para a aquisição de ativos

reais, o que levaria a uma correlação positiva entre o pagamento de juros e o investimento real e entre o endividamento das empresas e o investimento real. Nesse caso, as empresas se endividam como forma de viabilizarem o investimento em capital fixo. Essas duas hipóteses serão testadas no modelo econométrico.

4.4 ABORDAGEM ECONOMETRICA DO MODELO

O modelo a ser utilizado é adequado para analisar os possíveis efeitos da financeirização sobre a acumulação de capital, uma vez que considera variáveis reais e financeiras na determinação do investimento produtivo. Além disso, a inclusão de variáveis financeiras leva em consideração os incentivos recebidos pelos gestores para aumentar a rentabilidade no curto e aumentar o preço das ações no menor espaço de tempo possível, podendo usar como estratégias o crescimento dos investimentos nos mercados financeiros e o aumento nos pagamentos sob a forma de juros e dividendos ao mercado financeiro, conforme sugerido pela literatura.

A equação estimada para a função investimento (1) possui a seguinte forma:

$$\ln(I/K)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(\pi/K)_{i,t-1} + \alpha_2 \ln(V/K)_{i,t-1} + \alpha_3 \ln(D/K)_{i,t-1} + \alpha_4 \ln(P/K)_{i,t-1} + \alpha_5 \ln(Af/K)_{i,t-1} + \alpha_6 \ln(\pi^f/K)_{i,t-1} + \gamma Y_{i,t-1} \quad (2)$$

Onde \ln é função logarítmica, $\alpha_0 \dots \alpha_6$ são os coeficientes da função, o subscrito i denota a empresa e o subscrito t indica o período de tempo. A forma logarítmica é usada para levar em conta as eventuais não-linearidade nas relações entre as variáveis explicativas e a taxa investimento. A técnica econométrica usada é um modelo dinâmico de dados em painel calculado através do método *Generalised Method of Moments* (GMM).

A motivação para a utilização de um modelo dinâmico de dados em painel é a possibilidade de levar em consideração os seguintes aspectos³⁴: (i) a dimensão temporal dos dados; (ii) efeitos não observáveis específicos a cada empresa e efeitos não observáveis específicos a cada período de tempo; (iii) inclusão da variável dependente defasada entre as variáveis explicativas; e (iv) possível endogeneidade das variáveis explicativas. O que

³⁴ Para maiores detalhes ver Gujarati (2000); Wooldridge (2002) Baltagi (2002);

caracteriza a relação dinâmica do modelo é a presença da variável dependente defasada entre os regressores. A equação (2) pode ser representada da seguinte forma:

$$Y_{i,t} = \gamma Y_{i,t-1} + X_{i,t} \beta + \varepsilon_{i,t} \quad i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T \quad (3)$$

$$\varepsilon_{i,t} = \mu_i + \eta_t + v_{i,t} \quad (4)$$

Onde $Y_{i,t}$ é o logaritmo do investimento da empresa i no tempo t , $\gamma = 1+\lambda$, $X_{i,t}$ é um vetor do logaritmo das possíveis determinantes do investimento descritas na equação (2), μ_i é um termo não observável específico a cada empresa, η_t é um termo não observável específico a cada período de tempo e $v_{i,t}$ é o termo aleatório. Sendo que $\varepsilon_i \sim IID(0, \sigma^2_\mu)$ e $v_{i,t} \sim IID(0, \sigma^2_\mu)$ independentes um do outro e entre eles mesmos. Arellano e Bond (1991) recomendam um procedimento de variáveis instrumentais utilizando as condições de ortogonalidade que existem entre os valores defasados $Y_{i,t}$ e os $v_{i,t}$. O primeiro passo é fazer a primeira diferença da equação (2) para eliminar os efeitos específicos a cada empresa:

$$(Y_{i,t} - Y_{i,t-1}) = \gamma (Y_{i,t-1} - Y_{i,t-2}) + (X_{i,t} - X_{i,t-1})\beta + (v_{i,t} - v_{i,t-1}) \quad (5)$$

Para o primeiro período, ou seja, $t = 3$ temos:

$$(Y_{i3} - Y_{i2}) = \gamma (Y_{i2} - Y_{i1}) + (X_{i3} - X_{i2}) + (v_{i3} - v_{i2})$$

Neste caso, $[Y_{i1}, X_{i1}, X_{i2}]$ são instrumentos válidos, desde que sejam altamente correlacionados com $(Y_{i2} - Y_{i1})$ e $(X_{i3} - X_{i2})$ e não correlacionados com $(v_{i3} - v_{i2})$, contanto que os $v_{i,t}$ não sejam serialmente correlacionados.

Para o segundo período, ou seja, $t = 4$ temos:

$$(Y_{i4} - Y_{i3}) = \gamma (Y_{i3} - Y_{i2}) + (X_{i4} - X_{i3}) + (v_{i4} - v_{i3})$$

Neste caso, $[Y_{i1}, Y_{i2}, X_{i1}, X_{i2}, X_{i3}]$ são instrumentos válidos, desde que sejam altamente correlacionados com $(Y_{i3} - Y_{i2})$ e $(X_{i4} - X_{i3})$ e não correlacionados com $(v_{i4} - v_{i3})$, contanto que os $v_{i,t}$ não sejam serialmente correlacionados. Continuando dessa maneira, adicionando um instrumento válido a cada período para frente, tal que para o período T, o conjunto de

Arellano e Bond (1991) propõem uma estatística para testar a hipótese nula de que não existe correlação serial de segunda ordem na equação em diferença. Como argumenta Baltagi (2002), esse teste é importante porque a consistência do estimador GMM depende do fato de que $E[(\Delta v_{it} \ \Delta v_{i,t-2})] = 0$. Em adição, Arellano e Bond (1991) sugerem uma estatística para testar as condições de momento utilizadas para calcular o estimador GMM, o “*Sargan’s test*”, sob a hipótese nula de que essas condições são válidas.

4.5 BANCO DE DADOS E REPRESENTATIVIDADE DA AMOSTRA

As informações para a pesquisa foram obtidas do banco de dados chamada Balanço Online organizado pelo Jornal Gazeta Mercantil. Esse banco de dados contém as demonstrações contábeis anuais de todas as empresas que desde 1995 publicaram essas informações na mídia nacional. As demonstrações contábeis são compostas de Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultado do Exercício e Demonstrativo de Origens e Aplicações de Recursos. Desse banco de dados foram obtidas as demonstrações contábeis dos anos de 1995 a 2007 de todas as empresas não-financeiras cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

As empresas listadas no Bovespa em julho de 2009 totalizava 533, desse total foram excluídas 135 empresas do setor financeiro, 38 empresas classificadas pela Bovespa como Holding, sem atividade produtiva. Além disso, o uso da técnica de dados em painel e o Método Generalizado de Momentos (GMM) levaram à eliminação de 151 empresas com menos de sete anos consecutivos de informações válidas, visto que, o conjunto de informações requerido levou ao descarte de observações anuais que não dispunham de todas as variáveis necessárias. A amostra é formada por empresas constituída há no mínimo sete anos e que publicaram suas demonstrações contábeis por no mínimo de sete anos consecutivos.

Ao finalizar a seleção, foi confeccionado um painel de dados não balanceado com 2.717 observações anuais de 209 empresas, cada uma delas com um mínimo de sete e máximo de treze observações anuais válidas. A amostra representa 58% das empresas não-financeiras listadas no Bovespa em julho de 2009. Essas empresas estão distribuídas em 27 setores da economia, de acordo com a classificação da Bovespa, conforme descrito na Tabela 6.

Tabela 6 - Distribuição da amostra: setores das empresas não-financeiras cotadas na Bovespa com demonstrações contábeis para o período de 1995-2007

| Setor da economia | Observações | % | Empresas |
|--|--------------|----------------|------------|
| Administração e empreendimentos | 65 | 2,39% | 5 |
| Agricultura e produtos de caça/pesca | 39 | 1,44% | 3 |
| Alimentação e tabaco | 234 | 8,61% | 18 |
| Comércio | 117 | 4,31% | 9 |
| Comunicação e telecomunicações | 91 | 3,35% | 7 |
| Construção | 143 | 5,26% | 11 |
| Editoração | 13 | 0,48% | 1 |
| Geração e distribuição de energia | 377 | 13,88% | 29 |
| Indústria de instrumentos de precisão | 13 | 0,48% | 1 |
| Máquinas industriais | 65 | 2,39% | 5 |
| Mineração | 13 | 0,48% | 1 |
| Outras indústrias | 13 | 0,48% | 1 |
| Outros serviços | 78 | 2,87% | 6 |
| Papel e celulose | 91 | 3,35% | 7 |
| Petróleo e gás | 104 | 3,83% | 8 |
| Produtos de borracha e plástico | 39 | 1,44% | 3 |
| Produtos de madeira e similares | 39 | 1,44% | 3 |
| Produtos de vidro e pedra | 65 | 2,39% | 5 |
| Produtos elétricos e eletrônicos | 78 | 2,87% | 6 |
| Químico | 91 | 3,35% | 7 |
| Serviços de hotelaria e similares | 52 | 1,91% | 4 |
| Serviços de transporte | 104 | 3,83% | 8 |
| Serviços educacionais | 13 | 0,48% | 1 |
| Siderurgia e metalurgia | 403 | 14,83% | 31 |
| Serviços de fornecimento de água e saneamento básico | 52 | 1,91% | 4 |
| Têxtil | 247 | 9,09% | 19 |
| Veículos e componentes | 78 | 2,87% | 6 |
| Total | 2.717 | 100,00% | 209 |

Fonte: O autor (2010).

A Tabela 7 mostra a representativa da amostra de empresas selecionada para a economia brasileira. A soma da receita líquida de vendas das 209 empresas representou quase 28% do PIB brasileiro em 2007 e o lucro operacional atingiu cerca de 6% do PIB nesse mesmo período.

Tabela 7 – Participação % da amostra de empresas no PIB*

| Ano | PIB (valores nominais em R\$ milhões) | Receita Líquida de | Lucro Operacional |
|------|---|--------------------|-------------------|
| | | Vendas | |
| | | Em % do PIB | |
| 1995 | 705.640 | 13,2 | 0,9 |
| 1996 | 843.965 | 14,5 | 1,1 |
| 1997 | 939.146 | 14,9 | 1,2 |
| 1998 | 979.275 | 15,1 | 1,4 |
| 1999 | 1.065.000 | 17,3 | 0,9 |
| 2000 | 1.179.482 | 20,6 | 3,5 |
| 2001 | 1.302.136 | 22,4 | 3,4 |
| 2002 | 1.477.821 | 22,6 | 1,6 |
| 2003 | 1.699.949 | 23,9 | 4,4 |
| 2004 | 1.941.497 | 24,5 | 4,9 |
| 2005 | 2.147.238 | 25,6 | 5,3 |
| 2006 | 2.369.797 | 26,2 | 5,5 |
| 2007 | 2.597.611 | 27,8 | 5,9 |

* preços de mercado.

Fonte: IBGE (2010) e Balanços Patrimoniais e Demonstrações de Resultado do Exercício.

Observa-se que o valor nominal do PIB cresceu cerca 2,68% de 1995 a 2007, enquanto que a participação da receita líquida de vendas, do conjunto de empresas da amostra, passou de 13,2% sobre o PIB em 1995 para 27,8% em 2007. A participação do lucro operacional aumentou de 0,9% para 5,9% sobre o PIB nesse mesmo período.

4.6 ESTIMATIVA ECONOMETRICA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos dados apresentados no Gráfico 7 evidencia um movimento de crescimento dos ativos financeiros das empresas não-financeiras sobre o estoque de ativo imobilizado dessas empresas. Desde a desvalorização do real em 1999 que as empresas do setor produtivo vinham a cada ano aumentando o investimento financeiro, isto é, aplicando mais nos mercados financeiros do que na acumulação de capital fixo.

Observa-se que em 2007 esse quadro se altera e o volume de ativos financeiros para ativos fixos volta ao patamar de 1998. Entretanto, devido à falta de dados mais atualizados, ainda não se pode afirmar que esse movimento de queda é sustentável e se representa de fato uma mudança de comportamento das empresas. Contudo, o lançamento do PAC em março de 2007 pode ter contribuído para o aumento do investimento em capital fixo.

O Gráfico 7 considera todas as empresas da amostra, sendo 209 no total e, adicionalmente, apresenta os resultados após excluir a empresa Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás. Essa análise é relevante devido ao grande volume de capital fixo dessa empresa e a sua representatividade para a economia brasileira. Um outro fator que se justifica uma análise desconsiderando a Petrobrás é o fato de esta ser uma empresa pública, sendo que as decisões de investimento podem estar mais relacionadas com a política de governo.

Diante disso, uma apresentação dos dados sem a Petrobrás busca demonstrar os possíveis impactos da financeirização sobre a acumulação de capital fixo na economia brasileira, tendo por base o aspecto microeconômico das decisões de investimento do setor produtivo. Verifica-se que os Ativos financeiros como percentual dos Ativos fixos são mais elevados quando se exclui a Petrobrás.

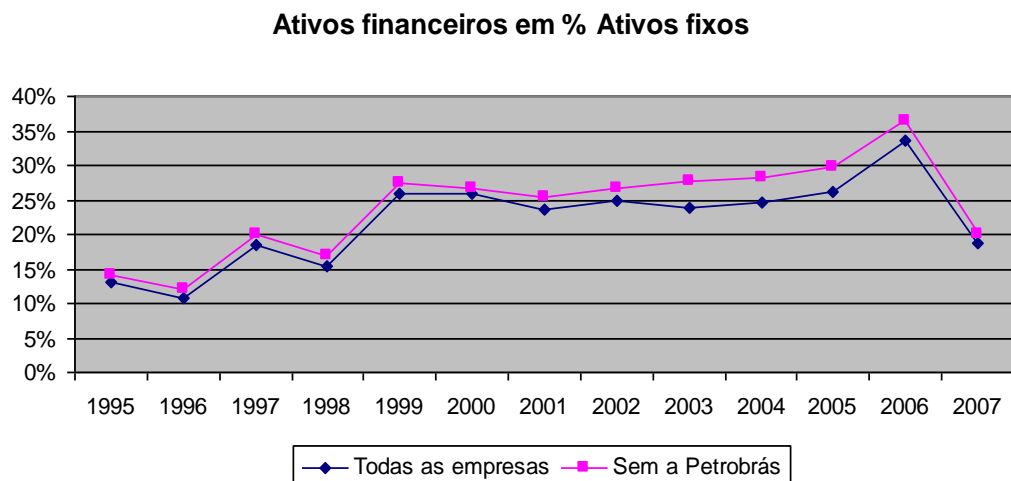


Gráfico 7 - Ativos Financeiros como percentual dos ativos fixos nas empresas não-financeiras
 Fonte: demonstrações contábeis no período de 1995 a 2007.
 Elaboração própria.

Como mostra o Gráfico 8, os pagamentos financeiros apresentaram forte crescimento de 1995 a 1999. O ponto mais alto ocorreu quando da desvalorização do real em 1999, em que muitas empresas haviam realizado dívidas em dólar e o aumento das dívidas com desvalorização da moeda foi contabilmente registrado em pagamentos financeiros.

Após 1999, a participação dos pagamentos financeiros sobre o lucro operacional passa a apresentar uma tendência de queda, mas com alguns momentos de alta. Essa tendência de queda pode estar refletindo o movimento de queda da taxa básica de juros (Selic). A Selic baixou de 18% ao ano em 2004 para 11% em 2007.

Pagamentos financeiros em % Lucro operacional

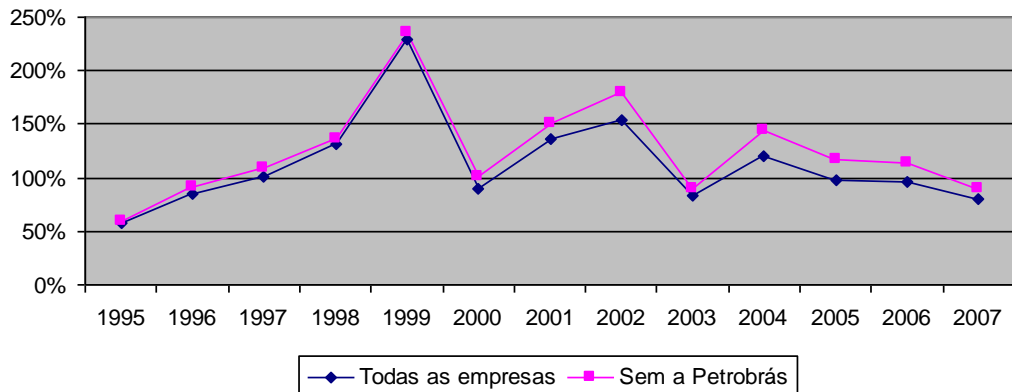


Gráfico 8 - Pagamentos financeiros como percentual do Lucro operacional nas empresas não-financeiras
 Fonte: Demonstrações contábeis no período de 1995 a 2007.
 Elaboração própria.

Um ponto a ser destacado é o fato de que os pagamentos financeiros representam mais de 50% do lucro operacional do setor produtivo durante todo o período analisado, chegando a quase 250% em 1999 e permanecendo ao redor dos 100% no período de 1995 a 2007. Isso significa que a maior parte dos lucros gerados pela atividade produtiva das empresas está sendo usada para pagar juros aos bancos e aos acionistas e para distribuir dividendos aos acionistas. Isso reduz os recursos disponíveis e que poderiam ser re-investidos na empresa sob a forma de capital fixo. O re-investimento dos lucros é uma fonte de recurso importante, pois apresenta o menor custo para empresa expandir a atividade e aumentar o estoque de capital.

O Gráfico 9 mostra que a receita financeira sobre o lucro operacional apresentou forte crescimento até 1999 e depois passou a apresentar uma tendência de queda, apesar de em alguns momentos apresentar alta. Essa tendência de queda também pode estar relacionada à queda na taxa básica de juros (Selic) nos últimos anos.

Observa-se que os gráficos de receitas e pagamentos financeiros seguem o mesmo movimento durante todo o período analisado. Entretanto, as receitas são bem inferiores ao nível dos pagamentos financeiros. Esse pode ser um indicativo de que o mercado financeiro mais se beneficia do setor produtivo do que contribui para o aumento da rentabilidade das empresas. O processo de financeirização pode estar contribuindo para a configuração de uma nova relação entre o setor financeiro e setor produtivo em que o setor financeiro se beneficia. O mercado financeiro absorve a maior parte do capital gerado pelo setor produtivo e não restitui às empresas todo o capital recebido sob a forma de remuneração dos capitais aplicados no mercado financeiro.

Receita financeira em % Lucro operacional

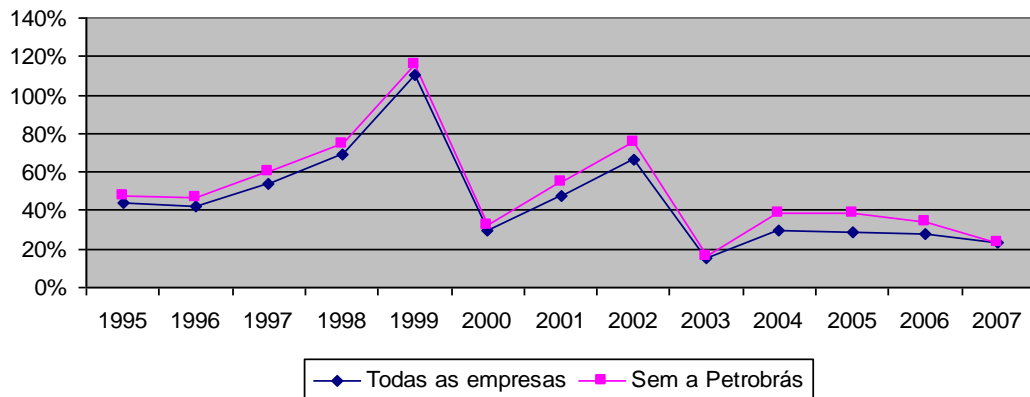


Gráfico 9 - Receitas financeiras como percentual do Lucro operacional nas empresas não-financeiras
 Fonte: Demonstrações contábeis no período de 1995 a 2007.
 Elaboração própria

A análise dos gráficos das variáveis financeiras do modelo de investimento mostrou o comportamento dessas variáveis nos últimos anos, importante para a interpretação dos resultados do modelo econométrico.

O modelo dinâmico de investimento foi estimado pelo Método Generalizado de Momentos (GMM) proposto por Arellano e Bond (1991). Esse método elimina os potenciais problemas de endogeneidade ao incluir um valor defasado da variável dependente entre as variáveis explicativas. A metodologia utilizada permite o tratamento da heterogeneidade não observável constante associada aos efeitos fixos como tecnologia e capacidade gerencial, que poderia ter um efeito sobre o comportamento do investimento da empresa, além disso, as variáveis explicativas são em primeira diferença.

A Tabela 8 apresenta estatísticas básicas que descrevem as principais características da amostra. As variáveis nos indicam que, em média, o investimento em capital fixo é de apenas 9,95%, estando abaixo da média de países desenvolvidos, como os 12,9% de Estados Unidos (Chiao, 2002) e os 13,9% de Alemanha (Harhoff, 1998).

O nível de lucro operacional relativamente ao estoque de capital fixo apresenta uma média de 36% e a relação do faturamento com o estoque de capital fixo é de aproximadamente 300%. O endividamento, medido pela relação entre dívidas bancárias de longo prazo e o estoque de capital imobilizado, é de 136%, mostrando alto endividamento médio para o conjunto de empresas, os pagamentos financeiros sob a forma de juros e dividendos em relação ao estoque de capital fixo são de 128%. As aplicações financeiras

representam em média 112% e as receitas financeiras representam cerca de 44% do estoque de capital fixo.

Tabela 8 - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

| Variável | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|-------------|----------|---------------|----------|----------|
| I / K | 0,099590 | 0,64275 | -0,76030 | 4,10577 |
| π / K | 0,364021 | 1,12631 | -1,42005 | 3,36650 |
| V / K | 3,524530 | 5,11310 | 0,00000 | 24,32581 |
| D / K | 1,368833 | 3,26196 | 0,00000 | 16,05983 |
| P / K | 1,284149 | 4,935016 | 0,00000 | 8,44196 |
| Af / K | 1,123700 | 6,530180 | 0,00000 | 18,93636 |
| $\pi f / K$ | 0,443402 | 1,652706 | 0,00000 | 22,05521 |

Fonte: Resultado gerado pelo *Eviews*.

Os resultados das análises das regressões são apresentados nas Tabelas 9, 10 e 11. A Tabela 9 apresenta os resultados para todas as empresas não-financeiras, para todas as empresas que possuem algum grau de governança corporativa³⁵ e para todas as empresas da indústria de transformação. A Tabela 10 apresenta os resultados de acordo com o tipo da empresa, se pública³⁶ ou privada e a Tabela 11 apresenta os resultados de acordo com o porte da empresa. Para calcular os resultados seguindo essas separações foi usada a técnica das variáveis *dummy*.

Segundo a literatura, as empresas que possuem algum grau de governança corporativa são consideradas mais sensíveis aos efeitos da financeirização devido à pressão exercida pelos acionistas, enquanto que a indústria de transformação é mais sensível aos ciclos econômicos. Por outro lado, os investimentos realizados pelas empresas públicas podem estar relacionados a uma estratégia de desenvolvimento governamental e não refletir o comportamento das demais empresas da economia, enquanto que as empresas de grande porte podem estar mais suscetíveis aos impactos da financeirização sobre o investimento real.

Em relação aos modelos, todos os coeficientes estimados e desvios padrão (entre parênteses) são robustos à heteroscedasticidade referentes à estimação do modelo da equação (2). Os modelos foram estimados pelo Método Generalizado de Momentos (GMM) usando a técnica proposta por Arellano-Bond. O teste de Sargan/Hansen de sobre identificação de

³⁵ Os níveis de Governança Corporativa são Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, conforme classificação da Bovespa.

³⁶ Consideramos como empresa pública, todas as empresas em que o Estado (União ou Estados) detém o controle do capital, no caso das empresas privatizadas, foi apenas considerando o período anterior à privatização.

restrições segue uma distribuição χ^2 , sendo que, AR1 e AR2 são os testes de autocorrelação de primeira e segunda ordem, respectivamente, dos erros residuais.

Sobre os aspectos econométricos, as duas condições necessárias para a validade das estimações foram satisfeitas para todos os modelos. Primeiramente, o teste de Arellano-Bond (AR2) não permitiu o descarte da hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem dos erros residuais. Segundo, o teste de Sargan/Hansen de existência de sobre identificação de restrições não permitiu a rejeição da hipótese estatística de que cada modelo está bem identificado. Dessa forma, os resultados desses testes permitem considerar que todas as estimações são válidas e, assim, satisfazem os requisitos estatísticos requeridos para habilitar os resultados das estimações às análises realizadas.

Tabela 9 - Resultados da regressão para todas as empresas, empresa com governança corporativa e indústria de transformação

| | Todas as empresas | | Governança Corporativa | | Indústria de transformação | |
|--|-------------------------|---------|-------------------------|---------|----------------------------|---------|
| <i>Variável Dependente = (I / K)_{i,t}</i> | | | | | | |
| Variáveis | Coef. / (d.p) | Signif. | Coef. / (d.p) | Signif. | Coef. / (d.p) | Signif. |
| $(\pi / K)_{t-1}$ | 0,269282 (0,033837) | *** | 0,078995 (0,105337) | *** | 0,133205 (0,092852) | |
| $(V / K)_{t-1}$ | 0,024677 (0,019577) | *** | -0,064003 (0,050352) | *** | 0,044132 (0,055869) | *** |
| $(D / K)_{t-1}$ | -0,036227 (0,019759) | *** | 0,004227 (0,074264) | | -0,115251 (0,048739) | *** |
| $(P / K)_{t-1}$ | -0,271871 (0,029552) | *** | -0,289640 (0,092130) | *** | -0,215472 (0,092543) | ** |
| $(Af / K)_{t-1}$ | -0,121073 (0,021865) | *** | -0,759599 (0,086520) | *** | -0,086355 (0,109358) | |
| $(\pi f / K)_{t-1}$ | 0,263539 (0,036084) | *** | -0,221177 (0,171254) | *** | 0,185588 (0,137166) | |
| N. Obs. | 2.117 | | 2.117 | | 2.117 | |
| N. empresas | 209 | | 209 | | 209 | |
| Jn | 74,98 (66) | | 88,59 (66) | | 73,45 (66) | |
| Sargan/Hansen | 279,22 (260) | | 281,14 (262) | | 265,32 (260) | |
| AR1 | 0,00 | | 0,00 | | 0,00 | |
| AR2 | 0,01 | | 0,04 | | 0,05 | |

*, ** e *** se referem, respectivamente, a significância em nível de 10%, 5% e 1%.

Fonte: Resultado gerado pelo *Eviews*.

A análise dos resultados tendo como base todas as empresas da amostra indica que todos os coeficientes são robustos e significativos estatisticamente. As variáveis rentabilidade e demanda, que estão associadas ao lado real da economia, apresentaram o sinal esperado. A

geração de lucro operacional e a receita de vendas impactam positivamente no investimento em acumulação de capital fixo.

Isso significa que o conjunto das empresas depende dos fundos internos para viabilizar os investimentos produtivos, o que pode ser um indicativo de que as empresas enfrentam alguma dificuldade para financiar os seus projetos de investimento com recursos de terceiros. O fato do nível de endividamento estar negativamente relacionado com o investimento corrobora para essa hipótese. A dívida bancária de longo prazo capta a percepção do mercado financeiro em relação à empresa. O sinal negativo pode significar fragilidade financeira, afetando o investimento na medida em que o mercado financeiro aumenta às restrições ao crédito. Um elevado nível de endividamento pode constituir uma ameaça para a autonomia de gestão da empresa. Além disso, se a geração futura de rendimento for insuficiente para honrar os compromissos, a empresa poderá se tornar insolvente.

O aumento das dívidas pode está associado ao crescimento nos pagamentos financeiros, que também apresentou uma relação negativa com o investimento produtivo. A empresa pode estar pagando um custo mais elevado sobre os empréstimos bancários, visto que, a percepção do mercado financeiro é de essa empresa apresenta fragilidade financeira. Isso explicaria o sinal negativo dos pagamentos financeiros, considerando o pagamento de juros bancários.

Por outro lado, a empresa pode ter aumentado os pagamentos de juros sobre o capital próprio e distribuição de dividendos devido à pressão exercida pelos acionistas ou enquanto estratégia de valorização do preço das ações e melhora da credibilidade junto ao mercado financeiro. Isso explicaria o sinal negativo dos pagamentos financeiros, considerando o pagamento de juros sobre o capital próprio e distribuição de dividendos, que são pagos aos acionistas. Esse resultado corrobora com a hipótese de que o aumento nos pagamentos financeiros sob a forma de juros e dividendos reduzem os recursos disponíveis para investir na acumulação de capital fixo, sendo um importante canal de transmissão do efeito da financeirização sobre o investimento real.

Um outro canal de transmissão desse efeito depende da rentabilidade do investimento financeiro versus o investimento produtivo, isto é, a empresa direcionará recursos para o tipo de investimento que apresentar o maior retorno. O resultado do modelo que analisa o conjunto das empresas da amostra apresenta uma correlação negativa entre aplicações financeiras e o investimento real, o que indica que as empresas não-financeiras estão aplicando recursos nos mercados financeiros, que poderiam ser usados para ampliação da produção.

Apesar disso, o sinal positivo para a variável receita financeira não era esperado, considerando que a receita financeira é a rentabilidade das aplicações financeiras, que apresentou uma relação negativa com o investimento produtivo. Contudo, o modelo teórico prever uma relação positiva entre a receita financeira e o investimento real, quando as receitas financeiras passadas estiverem sendo usadas como fonte de recursos aplicados na aquisição de capital fixo. Esse resultado é coerente com a hipótese de que a empresa enfrenta dificuldades para obter crédito bancário, tornando o investimento real dependente da geração e disponibilidade de recursos internos.

Em relação às empresas com governança corporativa, a literatura destaca que essas empresas estão mais propensas a apresentarem um comportamento rentista devido à pressão dos acionistas sobre a gestão. O sinal negativo para todas as variáveis financeiras (pagamentos financeiros, aplicações financeiras e receitas financeiras) corrobora para a hipótese de que o impacto da financeirização é mais forte sobre as empresas que possuem algum grau de governança corporativa.

Além disso, as empresas com governança corporativa apresentaram uma relação negativa entre a receita de vendas e o investimento real que não era esperada. Isso significa que a empresa não investe na ampliação da produção mesmo apresentando crescimento no nível de demanda. Esse resultado só foi encontrado para esse tipo de empresa, o que torna as empresas com governança corporativa as mais vulneráveis aos efeitos da financeirização. O fato da correlação da receita financeira com o investimento real ser negativa para esse conjunto de empresas e positiva para o conjunto de todas as empresas da amostra corrobora com a hipótese de que empresas com governança corporativa preferem o investimento financeiro ao investimento produtivo.

Em relação ao segmento de indústria de transformação, observa-se que as variáveis lucro operacional, aplicação financeira e receita financeira não são significativos. A receita de vendas apresentou uma relação positiva, como era esperado, e o nível de endividamento está negativamente correlacionado com o investimento real. O que pode representar um elevado endividamento e maior dificuldade da indústria de transformação de captar recursos externos para viabilizar os seus projetos de investimento. Os pagamentos financeiros também apresentam uma relação negativa, o que pode estar associado ao aumento no custo dos recursos externos devido ao elevado endividamento. O aumento nos pagamentos financeiros reduz a disponibilidade de recursos para investir na produção.

A Tabela 10 apresenta um comparativo entre empresas privadas e públicas. As empresas privatizadas foram consideradas como públicas no período anterior à privatização e

como privadas a partir do ano seguinte em que foram privatizadas. As empresas privadas apresentaram resultados semelhantes às empresas com governança corporativa, exceto na variável receita de vendas, que se tornou estatisticamente não significativa. O nível de endividamento apresentou a mesma relação, mas ao nível 5% de significância estatística.

Tabela 10 - Resultados da regressão para as empresas privadas e públicas

| | Empresas Privadas | | Empresas Públicas | |
|---------------------|--|---------|-------------------------|---------|
| | <i>Variável Dependente = (I / K)_{i,t}</i> | | | |
| Variáveis | Coef. / (d.p) | Signif. | Coef. / (d.p) | Signif. |
| $(\pi / K)_{t-1}$ | 0,264641 (0,043868) | *** | 0,457107 (1,356509) | |
| $(V / K)_{t-1}$ | -0,020236 (0,023326) | | 0,132701 (0,187730) | |
| $(D / K)_{t-1}$ | -0,071578 (0,029815) | ** | -0,728881 (0,255123) | *** |
| $(P / K)_{t-1}$ | -0,271462 (0,045133) | *** | 1,065128 (0,805225) | * |
| $(Af / K)_{t-1}$ | -0,144540 (0,032961) | *** | 0,624555 (0,168067) | *** |
| $(\pi f / K)_{t-1}$ | -0,426823 (0,051596) | *** | -0,94098 (1,853341) | |
| N. Obs. | 2.117 | | 2.117 | |
| N. empresas | 209 | | 209 | |
| Jn | 67,43 (66) | | 67,43 (66) | |
| Sargan/Hansen | 263,81 (258) | | 263,81 (258) | |
| AR1 | 0,00 | | 0,00 | |
| AR2 | 0,03 | | 0,08 | |

*, ** e *** se referem, respectivamente, a significância em nível de 10%, 5% e 1%.

Fonte: Resultado gerado pelo *Eviews*.

Para as empresas públicas, as variáveis rentabilidade e demanda não são estatisticamente significativas, o que pode indicar que o investimento das empresas estatais não estão atrelados às condições de demanda e rentabilidade. As decisões de investimento dessas empresas podem estar refletindo estratégias de Governo.

O nível de endividamento das empresas públicas guarda uma relação negativa com investimento semelhante à apresentada pelas empresas privadas, indicando que a percepção do mercado financeiro para essas empresas é de fragilidade financeira, elevando o custo e as dificuldades para obtenção de empréstimos bancários.

Entretanto, diferentemente do setor privado, as empresas estatais apresentam uma relação positiva entre o investimento real e as variáveis de pagamentos financeiros e o nível das aplicações financeiras ao nível de 10% e 1% de significância estatística, respectivamente.

Além disso, a variável receita financeira não é estatisticamente significativa para o setor público. Esses resultados corroboram para a idéia de que a financeirização não impacta nos investimentos das empresas públicas. Cabe destacar que os números da Petrobrás contribuíram fortemente para esses resultados.

A Tabela 11 apresenta os resultados da regressão de acordo com o porte das empresas, considerando o faturamento bruto apurado no ano de 2007. As empresas de grande porte são aquelas que apresentaram um faturamento bruto superior a R\$ 20 milhões de reais e correspondem a 94% das empresas da amostra.

As empresas de médio porte são as que apresentaram faturamento bruto superior a R\$ 1,2 milhão de reais até R\$ 20 milhões, representam 4% da amostra.

Enquanto que as empresas de pequeno porte são que apresentaram faturamento bruto inferior ou igual a R\$ 1,2 milhão de reais, correspondendo a 2% da amostra.

Tabela 11 - Resultados da regressão de acordo com o porte das empresas

| Empresas de Grande Porte | | | Médio Porte | | Pequeno Porte | |
|--|-------------------------|---------|-------------------------|---------|-------------------------|---------|
| <i>Variável Dependente = (I / K)_{i,t}</i> | | | | | | |
| Variáveis | Coef./(<i>d.p</i>) | Signif. | Coef./(<i>d.p</i>) | Signif. | Coef./(<i>d.p</i>) | Signif. |
| $(\pi / K)_{t-1}$ | 0,257127 (0,094935) | * | 0,044490 (0,114041) | ** | 0,744493 (0,401431) | |
| $(V / K)_{t-1}$ | 0,032965 (0,103364) | * | 0,162965 (0,183041) | | 0,689050 (0,280508) | ** |
| $(D / K)_{t-1}$ | 0,041846 (0,095280) | ** | 0,123231 (0,190618) | | -3,214402 (1,286247) | ** |
| $(P / K)_{t-1}$ | -0,254410 (0,241474) | * | -0,469211 (0,464524) | | 1,207395 (0,989173) | |
| $(Af / K)_{t-1}$ | -0,153928 (0,312953) | ** | -0,303945 (0,307632) | | 2,672997 (1,193994) | |
| $(\pi f / K)_{t-1}$ | 0,288511 (0,207966) | *** | 0,512611 (0,428438) | | -2,590439 (1,394443) | ** |
| N. Obs. | 2.117 | | 2.117 | | 2.117 | |
| N. empresas | 209 | | 209 | | 209 | |
| Jn | 67,85 (66) | | 79,07 (66) | | 68,49 (66) | |
| Sargan/Hansen | 288,32 (262) | | 280,01 (260) | | 265,66 (262) | |
| AR1 | 0,00 | | 0,00 | | 0,01 | |
| AR2 | 0,02 | | 0,00 | | 0,05 | |

O porte das empresas segue a classificação da Receita Federal segundo o faturamento bruto em 2007:

Grande porte: faturamento > 20 milhões de reais;

Médio porte: > 1,2 milhão de reais em faturamento <= 20 milhões reais;

Pequeno porte: <= 1,2 milhão de reais em faturamento.

*, ** e *** se referem, respectivamente, a significância em nível de 10%, 5% e 1%.

Fonte: Resultado gerado pelo *Eviews*.

As grandes empresas apresentam o sinal positivo esperado para as variáveis rentabilidade e demanda ao nível de 5% de significância estatística. Isso significa que as decisões de investimento real respondem positivamente ao aumento de rentabilidade da atividade produtiva e ao crescimento no nível de demanda. Essas empresas também apresentaram o sinal positivo para o nível de endividamento, o que significa que a percepção do mercado é que essas empresas são sólidas e o risco de se tornarem insolventes é baixo. As grandes empresas não encontram dificuldades para contratar novos créditos, sendo que os empréstimos bancários de longo prazo podem estar sendo usados como fonte de recursos para financiar os investimentos produtivos.

Entretanto, os pagamentos financeiros sob a forma de juros e dividendos apresentou uma relação negativa com o investimento real. A explicação pode estar no fato de que o pagamento de juros sobre o capital próprio e a distribuição de dividendos são maiores que o pagamento de juros sobre os empréstimos bancários. Nesse caso, o aumento dos pagamentos financeiros reduz os recursos disponíveis e que poderiam ser usados na aquisição de capital fixo, sendo um importante canal de transmissão do efeito da financeirização sobre o investimento real para as empresas de grande porte.

Esse tipo de empresa também apresentou uma relação negativa entre o nível das aplicações financeiras e o investimento real. As grandes empresas estão adquirindo ativos financeiros ao invés de ativos imobilizados, o que pode ser um indicativo de que a rentabilidade do investimento financeiro é superior ao investimento produtivo. Esse é o outro canal de transmissão do efeito da financeirização sobre o investimento real.

Apesar disso, a variável receita financeira apresentou sinal positivo, o que não era esperado. Como exposto no resultado para o conjunto de todas as empresas, o modelo teórico prever uma relação positiva entre a receita financeira e o investimento real, quando as receitas financeiras passadas estiverem financiando a aquisição de capital fixo. Isso significa que as grandes empresas possuem duas fontes de recursos para financiar a aquisição de ativo imobilizado, a primeira são os empréstimos bancários e a segunda são os fundos internos.

Em relação às empresas de médio porte, apenas a variável rentabilidade apresentou significância estatística ao nível de 5%. A taxa de lucro apresentou uma relação positiva com o investimento real, como era esperado.

Para as pequenas empresas, as variáveis rentabilidade, pagamentos financeiros e nível das aplicações financeiras não apresentaram significância estatística.

A variável demanda é significativa ao nível de 5% e apresentou o sinal positivo. Como esperado, as condições de demanda possuem impacto positivo sobre o investimento real. O

nível de endividamento apresentou uma relação negativa com o investimento produtivo, indicando que a percepção do mercado é de que essas empresas são frágeis e podem se tornar insolventes. Isso faz com que a pequena empresa enfrente dificuldades para contratar novos empréstimos, tornando o investimento em capital fixo mais dependente da geração e disponibilidade dos fundos internos.

Por outro lado, o sinal negativo para a variável receita financeira indica que o aumento da rentabilidade dos investimentos financeiros possui efeito negativo sobre a decisão de investimento em capital fixo das pequenas empresas. Esse pode ser um indicador de que o investimento financeiro é o principal concorrente do investimento produtivo para as pequenas empresas. A taxa de retorno de cada investimento é que determinará o direcionamento dos recursos. Nesse caso, o canal de transmissão do efeito negativo da financeirização depende da rentabilidade do investimento financeiro.

Observa-se que as grandes empresas apresentaram sinais positivo para as variáveis nível de endividamento e receita financeira, o que significa que essas empresas possuem duas fontes de recursos para financiar o investimento real, sendo o crédito bancário de longo prazo e os lucros passados provenientes das aplicações financeiras. Enquanto que as pequenas empresas apresentaram sinais negativos para essas mesmas variáveis, o que demonstra que a financeirização possui impacto diferente nas empresas dependendo do tamanho.

Esses resultados indicam que o efeito negativo da financeirização é maior para as pequenas empresas. Elas enfrentam dificuldades na obtenção de empréstimos bancários, tornando o investimento real mais dependente da geração e disponibilidade dos fundos internos. Por outro lado, a rentabilidade do investimento real deve superar o retorno do investimento financeiro para que a pequena empresa decida investir na produção.

Nesse sentido, as elevadas taxas de juros praticadas na economia brasileira podem estar contribuindo para que o efeito negativo da financeirização sobre o investimento real seja mais significativo para as pequenas empresas.

Os resultados empíricos corroboram para a hipótese de que a financeirização da economia brasileira afeta negativamente o investimento produtivo, sendo mais intensa entre as empresas que possuem algum grau de governança corporativa, empresas privadas e pequenas empresas.

5 CONCLUSÃO

A crise estrutural do capitalismo durante a década de 1970 levou ao fim da fase dourada do capitalismo e a ascensão do neoliberalismo, que encontrou na financeirização uma nova fase de reprodução do capital baseado na geração de riqueza financeira. A financeirização da economia se fundamenta pelo aumento da esfera financeira frente à esfera produtiva e a partir de uma lógica de funcionamento do sistema capitalista baseado na especulação financeira.

A aplicação de políticas neoliberais permitiu a desregulamentação dos mercados, a liberalização dos movimentos de capitais e a globalização financeira. Essas medidas possibilitaram o surgimento de um novo tipo de investidores, chamados institucionais. O aumento desse tipo de investidores provocou alterações no funcionamento do sistema capitalista com implicações para a gestão das empresas com o surgimento da governança corporativa. Os gestores são incentivados a encurtar o horizonte de planejamento das empresas em busca da maximização do “valor do acionista”. Esse processo incentivou as empresas produtivas a buscarem valorizar suas ações baseada na especulação financeira com impactos negativos para a dinâmica de investimento em capital fixo.

A ascensão do neoliberalismo nos países de economia avançada, com a forte elevação da taxa de juros internacional, resultou na crise da dívida externa no Brasil. O país havia se endividado à taxa de juros flutuante para financiar o processo de industrialização. A crise da dívida externa desestruturou profundamente a economia e abriu espaço para aplicação de políticas neoliberais no Brasil.

O neoliberalismo inicia no Brasil no começo da década de 1990 por meio das reformas estruturais de abertura comercial e financeira e das privatizações. As reformas neoliberais buscaram dar maior importância ao mercado enquanto indutor do crescimento e do desenvolvimento econômico, ao mesmo tempo em que reduzia a participação do Estado na economia. O FMI e o Banco Mundial tiveram um papel importante ao longo desse processo, pressionando para a adoção de políticas econômicas baseadas no “Consenso de Washington”.

O processo de liberalização comercial e financeira promovido pelas reformas neoliberais transformou profundamente a economia brasileira. O Estado perdeu o papel de destaque enquanto orientador do crescimento econômico e a maioria das empresas estatais foram privatizadas.

A implantação do plano real e a adoção do regime de metas de inflação reconfiguraram o ambiente macroeconômico do Brasil. A economia brasileira passou a apresentar o mesmo processo de financeirização observado nos demais países, principalmente nos Estados Unidos. Apesar de o Brasil ter controlado a inflação desde 1994, o país não conseguiu manter elevada a taxa de crescimento econômico, de certa forma, em decorrência da baixa taxa de acumulação de capital fixo, o que pode estar relacionado com o processo de financeirização da economia.

O presente trabalho analisou os efeitos potenciais da financeirização sobre o comportamento do investimento em acumulação de capital fixo para a economia brasileira no período de 1995 a 2007.

O modelo teórico apresentado considera dois canais através dos quais a financeirização pode dificultar o investimento em capital fixo. Primeiro, as empresas não-financeiras podem aumentar os seus investimentos financeiros em relação aos seus investimentos reais sempre que a rentabilidade dos investimentos financeiros superar a rentabilidade esperada do investimento real. Por conseqüência, uma parte crescente dos rendimentos dessas empresas será proveniente de fontes financeiras. Segundo, a gestão das empresas está sob pressão constante dos acionistas e do mercado financeiro para transferir uma parte crescente dos seus ganhos sob a forma de juros e dividendos. Os juros são pagos aos bancos como remuneração dos empréstimos e para os acionistas como remuneração do capital próprio. O aumento dos pagamentos financeiros reduz os fundos disponíveis para o investimento real.

A função de investimento considerou tanto variáveis reais quanto financeiras para determinar o investimento em capital fixo e ainda considerou três variáveis financeiras que levam em conta os potenciais impactos da financeirização sobre o investimento real. Nesse sentido, o modelo econométrico utilizado é adequado para a análise dos efeitos da financeirização em nível de empresa.

O modelo foi aplicado para uma amostra de 209 empresas não-financeiras com ações negociadas na Bovespa. A amostra corresponde a 58% das empresas não-financeiras listadas na Bovespa e a receita líquida de vendas dessas empresas representa 27,8% do PIB brasileiro.

Sobre o aspecto econométrico, as condições necessárias para a validade das estimações foram satisfeitas para todos os modelos, o que permite considerar que todas as estimações são válidas e satisfazem os requisitos estatísticos requeridos para habilitar os resultados das estimações às análises realizadas.

Os resultados empíricos indicam uma relação negativa entre a financeirização e acumulação de capital para a economia brasileira no período de 1995 a 2007. O impacto da financeirização sobre as empresas não-financeiras difere quanto à adoção de governança corporativa, propriedade e tamanho. A análise dos resultados mostra que o efeito negativo da financeirização é mais intenso entre as empresas que possuem algum grau de governança corporativa, empresas privadas e pequenas empresas.

As empresas com governança corporativa e as empresas privadas apresentaram o sinal negativo para todas as variáveis financeiras, ou seja, a financeirização dificulta o investimento em capital fixo dessas empresas por meio dos dois canais. Primeiro, as oportunidades de elevado lucro financeiro leva a um crescimento dos investimentos financeiros, resultando em redução dos investimentos produtivos. Segundo, o aumento dos pagamentos reduz os recursos internos disponíveis para o investimento real.

As pequenas empresas enfrentam dificuldades para obter crédito bancário de longo prazo, tornando o investimento real mais dependente da geração e disponibilidade dos fundos internos. Nesse sentido, a financeirização tem impacto negativo sobre a acumulação de capital dessas empresas. O aumento na rentabilidade do investimento financeiro direcionará mais recursos para a aquisição de ativos financeiros, reduzindo a disponibilidade de recursos para a aquisição de capital fixo.

Os resultados mostraram que o efeito negativo da financeirização é maior para as pequenas ao invés das grandes empresas. Essas empresas são mais dependentes da geração e disponibilidade dos fundos internos, aumentando a competitividade entre o investimento financeiro e produtivo.

Os resultados apresentados são preocupantes sobre dois aspectos. Primeiro, a elevada taxa de juros praticada no Brasil beneficia o investimento financeiro, na medida em que eleva a sua rentabilidade. Segundo, as pequenas empresas são as que mais empregam e, ao optar pelo investimento financeiro, essas empresas deixam de gerar novos postos de trabalho, comprometendo a sustentabilidade do crescimento econômico com redução das desigualdades sociais e melhoria da qualidade de vida da população.

Diante disso, destaca-se a necessidade de se criar mecanismos de estímulo ao investimento produtivo no Brasil, sobretudo para as pequenas empresas.

REFERÊNCIAS

- ARELLANO, M.; BOND, S. (1991) Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **Review of Economic Studies**, 58, p. 277-297.
- BACEN. (2010) Banco Central do Brasil. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 6 de jul. 2010.
- BAER, W. **A economia brasileira**.(2009) 3ª ed. São Paulo: Ed. Nobel.
- BAHIA, L. D. (2006) **Os Determinantes do Investimento das Firms Industriais Brasileiras**. In: Bruno César Pino Oliveira de Araújo; João Alberto De Negri. (Org.). *As Empresas Brasileiras e Comércio Internacional*. 1 ed. Brasília: IPEA, v. 1, p. 215-232.
- BALANÇO ONLINE. (2009) Banco de dados da Gazeta Mercantil. Disponível em: <<http://www.investmentosenoticias.com.br/balancos-online.html>>. Acesso em: jun. 2009
- BALTAGI, B. (2002) **Econometric Analysis of Panel Data**. New York: John Wiley and Sons, Ltd.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. (2006) **As transformações capitalistas no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais**. São Paulo: UNICAMP. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/asp-cripts/boletim_cecon/boletim7/Secao_I_Belluzzo>. Acesso em: 23 fev. 2009.
- BRAGA, José Carlos de Souza; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. (2004) **Finanças dolarizada e Capital Financeiro: exasperação sob comando americano** In: FIORI, J. L. (org.). *O Poder Americano*. Petrópolis/RJ: Editora Vozes, p.253-307.
- BRUNO, Miguel. (2008) Acumulação de capital, distribuição e crescimento econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo. Texto para Discussão. **IPEA**, Rio de Janeiro, n. 1364. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/TD_1364>. Acesso em: 6 ago. 2009.
- _____. (2007) **Regulação e crescimento econômico no Brasil: um regime de acumulação bloqueado pelas finanças**. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/_655_ebaffe0cd719457c849230eab68c46da.pdf?PHPSESSID=93c69bf512f15aacfd4cac3a9c>. Acesso em: 6 ago.2009

CARNEIRO, Ricardo et al (2006). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula** – São Paulo: Editora UNESP.

CARNEIRO, Ricardo. (1999) A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas. Texto para Discussão. **IE/UNICAMP**, Campinas, n. 90. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto90>>. Acesso em: 14 jul. 2009.

_____. (2002) **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX – São Paulo: Editora Unesp/IE-UNICAMP.

CASAGRANDE, Elton Eustaquio. (2006) Teoria do Investimento e Aplicações para o Brasil. Texto para Discussão, **UFRGS** n. 02. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2006_02.pdf>. Acesso em: 16 jul. 2009.

CASTRO, Antonio Barros de; SOUSA, Francisco E. P. de. (2004) **A economia brasileira em marcha forçada**. 3ª ed. São Paulo: Paz e Terra.

CASTRO, Antonio Barros de. (2001) A reestruturação industrial brasileira nos anos 90. Uma interpretação. **Revista de Economia Política**, vol. 21, no. 83, jul.-set.

CHESNAIS, François. (1996) **A mundialização do capital** – São Paulo: Xamã, p.237-271.

CHESNAIS, F.; DUMÉNIL, G.; LÉVY, D.; WALLERSTEIN, I. (2003) **Uma nova fase do capitalismo?** – São Paulo: Xamã.

CHIAO, Chaoshin (2002). Relationship between debt, R&D and physical investment, evidence from US firm-level data. **Applied Financial Economics**, v. 12, p. 105-121.

CHIRINKO, R. S. (1993) Business fixed investment spending: modelling strategies, empirical and policy implications. **Journal of Economic Literature**, 31, p. 1875-1911.

CONCEIÇÃO, Octavio Augusto C. (2000) Os anos 90 e os desafios da reestruturação. **Ensaio FEE**, vol. 17, no 2, Porto Alegre.

CROTTY, James. (2002) The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era, **Polical Economy Research Institute**, Working Paper n. 44. Disponível em: <http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_1-50/WP44.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2009.

_____. (2005) The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and modern financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. **Political Economy Research Institute**, Working Paper n. 62. Disponível em: <http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/research_brief/RB2003-5.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2009.

CRISÓSTOMO, V. L. (2009) Dificuldades das empresas brasileiras para financiar seus investimentos em capital físico e em inovação. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 13, n. 2, p. 259-280.

CUNHA, A. M. (2005) **As propostas de reforma do sistema financeiro e seus limites**. In: FERREIRA, C; SCHERER, A. F. (orgs.). O Brasil frente à ditadura do capital financeiro: reflexões e alternativas. Lajeado: UNIVATES, p.63-85.

DIEESE. (2010) Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos. Disponível em: <www.dieese.org.br>. Acesso em: 2 de jun. 2010.

DRUCK, Graça; FILGUEIRAS, Luiz. (2007) Política social focalizada e ajuste fiscal: as duas faces do governo Lula. **Rev. katálysis**, Florianópolis, v. 10, n. 1. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S14149802007000100004&lng=p&nrm=iso>. Acesso em: 14 jul. 2010.

DUMÉNIL, G.; FOLEY, D. (2006) Marx's Analysis of Capitalist Production. **New School for Social Research**. Disponível em: <<http://www.jourdan.ens.fr/~levy/dfo2006b.pdf>>. Acesso em: 20 ago.2009.

DUMÉNIL, G. (2005) A América Latina na mundialização neoliberal. **EconomiX**: Paris. Disponível em: <http://www.jourdan.ens.fr/~levy/dge2005a.htm>>. Acesso em: 21 ago. 2009.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. (2004) The real and financial components of profitability (USA 1952-2000), **Review of Radical Political Economics**, Vol. 36. Disponível em: <<http://www.jourdan.ens.fr/~levy/dle2004g.pdf>>. Acesso em: 21 ago. 2009.

EICHENGREEN, Barry J. (1996) **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional; tradução de Sergio Blum. – São Paulo: Ed. 34.

FARIA, L. A. (2007) Política econômica e crescimento no Brasil contemporâneo. Textos para Discussão, **FEE** n. 04. Disponível em: <<http://www.fee.tche.br/sitefee/download/tds/004.pdf>>. Acesso em: 03 set. 2009.

FEDERAL RESERVE. (2010) Federal Reserve System. Disponível em: <www.federalreserve.gov>. Acesso em: 5 de jun. 2010.

FIORI, José Luís. (1997) **Globalização, hegemonia e império** In: TAVARES, M. C; FIORI, J. L. (orgs.). Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes, p.87-144

FILGUEIRAS, Luiz. (2006) **O neoliberalismo no Brasil: estrutura, dinâmica e ajuste do modelo econômico**. In: Neoliberalismo y sectores dominantes. Tendencias globales y experiencias nacionales. Basualdo, Eduardo M.; Arceo, Enrique. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires.

GIAMBIAGI, Fabio et al. (2005) **Economia brasileira contemporânea**. 6a Ed. Rio de Janeiro: ed.Campus.

GLYN, Andrew. (2006) **Capitalism Unleashed: Finance Globalization and Welfare**, Oxford University Press Inc., New York.

GUJARATI, Damodar N. (2000) **Econometria básica**. 3a Ed. São Paulo: Makron Books.

GUTTMANN, Robert (2008). Uma Introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. **Revista Novos Estudos**, edição 82. CEBRAP. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/nec/n82/01.pdf>>. Acesso em: 3 ago. 2009.

HARHOFF, D. (1998) **Are there financing constraints for innovation and investment in German manufacturing firms?** *Annales d'Économie et de Statistique*, 49/50, 421-456.

HARVEY, D. (2008) **O neoliberalismo: história e implicações**. São Paulo: Edições Loyola.

IBGE. (2010) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 6 de jul. 2010.

IPEA. (2010) Ipeadata: base de dados macroeconômicos. Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 2 de jul. 2010.

KOPCKE, R; R. BRAUMAN. (2001). The Performance of Traditional Macroeconomic Models of Businesses Investment Spending. **New England Economic Review**: 2: 3-39.

LACERDA, Antonio Corrêa de (1998) **O impacto da Globalização na economia brasileira**. São Paulo: Editora Contexto.

_____. (2010) **Financiamento e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira**. In: MARQUES, Rosa. Maria; JANSEN FERREIRA, M. R. (Orgs) *O Brasil sob a nova ordem: a economia brasileira contemporânea: uma análise dos governos Collor a Lula*. São Paulo: Saraiva.

LESSA, Carlos. (1981). **Quinze anos de política econômica**. São Paulo: Brasiliense.

MALDONADO FILHO, Eduardo Augusto de Lima (2005). Marx e o Capitalismo Contemporâneo. Texto para Discussão, **UFRGS** n. 13. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2005_13.pdf>. Acesso em: 03 mar. 2007.

MARQUES, Rosa Maria; MENDES, Áquilas. (2009) **O social sob o "tacão de ferro" da política econômica do período 2003-2006**. *Econ. soc.*, Campinas, v. 18, n. 3.

MARQUETTI, Adalmir. (2003) Progresso técnico, distribuição e crescimento na economia brasileira: 1955-1998. **Estudos Econômicos**, v. 32, no 1, p. 103-124.

MARX, Karl. (1987). **O capital**: crítica a economia política. Livro 1: Processo de Produção do Capital. Vol. 1 e 2. São Paulo: Editora Bertrand Brasil – DIFEL.

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. (2000) Como a indústria brasileira financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-Real. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 5 (ed.especial), p. 1-39.

NAKATANI, P.; OLIVEIRA, F. A. de. (2010). **Política Econômica Brasileira de Collor a Lula: 1990-2007**. In: MARQUES, Rosa. Maria; JANSEN FERREIRA, M. R. (Orgs) *O Brasil sob a nova ordem: a economia brasileira contemporânea: uma análise dos governos Collor a Lula*. São Paulo: Saraiva

OREIRO, J. L. e CURADO, M. (2005). Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127-146

ORHANGAZI, Özgür. (2007). Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation of the U.S. **Economy. Polical Economy Research Institute**, Working Paper n. 149. Disponível em: <http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_101150/WP149.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2009.

PINTO, N. P. A. (1997) O capitalismo financeiro. **Crítica marxista**: v.1, tomo 5 - São Paulo: Xamã, 1997. Disponível em: <<http://www.unicamp.br/cemarx/criticamarxista/critica5parte1.pdf>>. Acesso em: 5 nov. 2009

REGO, José Marcio; MARQUES, Rosa Maria (Orgs). (2006) **Economia Brasileira** – 3. ed. – São Paulo: Saraiva.

RESENDE, Marco F. C. (2007) O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas. **Revista de Economia Política**, vol. 28, nº 1 (109), janeiro-março/2007.

SANT'ANNA, A. (2008) Decisões de Financiamento via Mercado de Capitais no Período de 2004 a 2006. **Revista do BNDES**, v. 15, n. 30. Rio de Janeiro, dezembro.

SCHERER, André Luis Forti. (2003) O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e conseqüências. Textos para Discussão, **FEE** n. 06. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/671/948>>. Acesso em: 3 ago. 2009.

SERRA, J. (1982) **Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós Guerra**. In: BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, R. (Org.) Desenvolvimento Capitalista no Brasil, vol. 1, São Paulo, Brasiliense, p. 69-138.

SOUZA, Enéas de. (2009) A insustentável leveza do capital financeiro. Textos para Discussão **FEE** n. 56. Disponível em: <<http://www.fee.tche.br/sitefee/download/tds/056.pdf>>. Acesso em: 5 nov. 2009.

SOUZA, Nilson Araújo de (2008) **Economia brasileira contemporânea**: de Getúlio a Lula – 2.ed. – São Paulo: Atlas.

STOCKHAMMER, E. (2004) Financialization and the Slowdown of Accumulation. **Cambridge Journal of Economics**. 28: 719-741.

TAUILE, J. R.; FARIA, L. A. (2005) Mudança em tempos de globalização: o capitalismo não é mais progressista? **Revista de Economia Política**, vol. 25, nº 3. São Paulo, julho-setembro. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/99-5.pdf>>. Acesso em: 2 abr. 2009.

TOBIN, J. (1965) **Money and Economic Growth**. *Econometrica*. Disponível em: <[http://books.google.com.br/books?id=nD4KPF7fkDMC&pg=PA504&lpg=PA504&dq=TOBIN,+J.+\(1965\)+Money+and+Economic+Growth.+Econometrica,+33:671-84](http://books.google.com.br/books?id=nD4KPF7fkDMC&pg=PA504&lpg=PA504&dq=TOBIN,+J.+(1965)+Money+and+Economic+Growth.+Econometrica,+33:671-84)>. Acesso em: 22 mar. 2009.

VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval et al. (1996) **Economia brasileira contemporânea**. São Paulo: Atlas.

VIEIRA, F.V. (2006) China: crescimento econômico de longo prazo. **Revista de Economia Política**, vol. 26, nº 3. São Paulo, julho-setembro. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/99-6.pdf>>. Acesso em: 2 nov. 2009.

WOOLDRIDGE, J. (2006) **Introdução à Econometria: uma Abordagem Moderna**, 1ª edição. Editora Thomsom.

ANEXO I

RELAÇÃO DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

| | | | |
|----|--|-----|---|
| 1 | ACOS VILLARES S.A. | 106 | GRAZZIOTIN S.A. |
| 2 | ACUCAR GUARANI S.A. | 107 | GRENDENE S.A. |
| 3 | ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA NORTE S.A. | 108 | GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. |
| 4 | ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA PAULISTA S.A. | 109 | HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO |
| 5 | AMERICEL S.A. | 110 | HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES |
| 6 | AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A. | 111 | HOPI HARI S.A. |
| 7 | ARACRUZ CELULOSE S.A. | 112 | HOTEIS OTHON S.A. |
| 8 | AZEVEDO E TRAVASSOS S.A. | 113 | INDUSTRIAS ARTEB S.A. |
| 9 | B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 114 | INDUSTRIAS ROMI S.A. |
| 10 | BANDEIRANTE ENERGIA S.A. | 115 | INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES |
| 11 | BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS | 116 | ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC |
| 12 | BEMATECH S.A. | 117 | J. MACEDO S.A. |
| 13 | BICICLETAS MONARK S.A. | 118 | JOAO FORTES ENGENHARIA S.A. |
| 14 | BOMBRIL S.A. | 119 | JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP |
| 15 | BOTUCATU TEXTIL S.A. | 120 | KARSTEN S.A. |
| 16 | BRASIL TELECOM S.A. | 121 | KEPLER WEBER S.A. |
| 17 | BRASKEM S.A. | 122 | KLABIN S.A. |
| 18 | BROOKFIELD SÃO PAULO EMPREEND IMOBILIÁRIOS S.A. | 123 | KLABIN SEGALL S.A. |
| 19 | BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO | 124 | LARK S.A. MAQUINAS E EQUIPAMENTOS |
| 20 | CAFE SOLUVEL BRASILIA S.A. | 125 | LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A. |
| 21 | CAMARGO CORREA CIMENTOS S.A. | 126 | LIVRARIA DO GLOBO S.A. |
| 22 | CAMBUCI S.A. | 127 | LOCALIZA RENT A CAR S.A. |
| 23 | CARAIBA METAIS S.A. | 128 | LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A. |
| 24 | CELM CIA EQUIP LABORATOR MODERNOS | 129 | LOJAS AMERICANAS S.A. |
| 25 | CELULOSE IRANI S.A. | 130 | LOJAS HERING S.A. |
| 26 | CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA | 131 | LOJAS RENNER S.A. |
| 27 | CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT | 132 | LUPATECH S.A. |
| 28 | CERAMICA CHIARELLI S.A. | 133 | M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS |
| 29 | CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO | 134 | MAHLE-METAL LEVE S.A. |
| 30 | CIA BANDEIRANTES DE ARMAZENS GERAIS | 135 | MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A. |
| 31 | CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO | 136 | MARAMBAIA ENERGIA RENOVAVEL S.A. |
| 32 | CIA CACIQUE DE CAFE SOLUVEL | 137 | MARCOPOLO S.A. |
| 33 | CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN | 138 | MEDIAL SAUDE S.A. |
| 34 | CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG | 139 | MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A. |
| 35 | CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA | 140 | METALGRAFICA IGUACU S.A. |
| 36 | CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE | 141 | METALURGICA DUQUE S.A. |
| 37 | CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE | 142 | METALURGICA RIOSULENSE S.A. |
| 38 | CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR | 143 | METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A. |
| 39 | CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN | 144 | MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS BR S.A. |
| 40 | CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT | 145 | MINASMAQUINAS S.A. |
| 41 | CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA | 146 | MRS LOGISTICA S.A. |
| 42 | CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA | 147 | MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO |
| 43 | CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS | 148 | NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A. |
| 44 | CIA HERING | 149 | NATURA COSMETICOS S.A. |
| 45 | CIA IGUACU DE CAFE SOLUVEL | 150 | NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A. |
| 46 | CIA INDUSTRIAL CATAGUASES | 151 | NOVA AMERICA S.A. |
| 47 | CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A. | 152 | NOVA AMERICA S.A. - AGROENERGIA |
| 48 | CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL | 153 | NOVAMARLIM PETROLEO S.A. |
| 49 | CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ | 154 | ODONTOPREV S.A. |
| 50 | CIA PETROLIFERA MARLIM | 155 | PANATLANTICA S.A. |
| 51 | CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ | 156 | PARMALAT BRASIL S.A. IND DE ALIMENTOS |
| 52 | CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO | 157 | PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS |

| | | | |
|-----|---|-----|--|
| 53 | CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO | 158 | PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL |
| 54 | CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | 159 | PORTOBELLO S.A. |
| 55 | CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR | 160 | POSITIVO INFORMATICA S.A. |
| 56 | CIA SIDERURGICA NACIONAL | 161 | PRÓ METALURGIA S.A. |
| 57 | CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS | 162 | PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN |
| 58 | CIA TECIDOS SANTANENSE | 163 | RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES |
| 59 | CIA TELECOMUNICACOES DO BRASIL CENTRAL | 164 | RASIP AGRO PASTORIL S.A. |
| 60 | CIA TEXTIL FERREIRA GUIMARAES | 165 | RECRUSUL S.A. |
| 61 | CLARION S.A. AGROINDUSTRIAL | 166 | REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A. |
| 62 | COBRASMA S.A. | 167 | RENAR MACAS S.A. |
| 63 | CONFAB INDUSTRIAL S.A. | 168 | RIMET EMPREEND INDS E COMERCIAIS S.A. |
| 64 | CONSERVAS ODERICH S.A. | 169 | RIO GRANDE ENERGIA S.A. |
| 65 | CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A. | 170 | ROSSI RESIDENCIAL S.A. |
| 66 | CONSTRUTORA BETER S.A. | 171 | S.A. (VIACAO AEREA-RIOGRANDENSE) |
| 67 | CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A. | 172 | SADIA S.A. |
| 68 | CONSTRUTORA SULTEPA S.A. | 173 | SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS |
| 69 | CONSTRUTORA TENDA S.A. | 174 | SANTHER FAB DE PAPEL STA THEREZINHA S.A. |
| 70 | COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO | 175 | SANTOS BRASIL S.A. |
| 71 | CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A. | 176 | SAO MARTINHO S.A. |
| 72 | CREMER S.A. | 177 | SAO PAULO ALPARGATAS S.A. |
| 73 | CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA | 178 | SAO PAULO TURISMO S.A. |
| 74 | CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART | 179 | SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES |
| 75 | DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A. | 180 | SATIPEL INDUSTRIAL S.A. |
| 76 | DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS | 181 | SCHULZ S.A. |
| 77 | DIXIE TOGA S.A. | 182 | SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A. |
| 78 | DOHLER S.A. | 183 | SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A. |
| 79 | DROGASIL S.A. | 184 | SLC AGRICOLA S.A. |
| 80 | DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A. | 185 | SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A. |
| 81 | DURATEX S.A. | 186 | SOUZA CRUZ S.A. |
| 82 | ELECTRO ACO ALTONA S.A. | 187 | SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. |
| 83 | ELEKEIROZ S.A. | 188 | TEC TOY S.A. |
| 84 | ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A. | 189 | TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A. |
| 85 | ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A. | 190 | TECNOSOLO ENGENHARIA S.A. |
| 86 | ELUMA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO | 191 | TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A. |
| 87 | EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A. | 192 | TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO |
| 88 | EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL | 193 | TELEC DE SAO PAULO S.A. - TELESP |
| 89 | ENERGISA SERGIPE - DIST. DE ENERGIA S.A. | 194 | TELEMAR NORTE LESTE S.A. |
| 90 | ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA | 195 | TEXTIL RENAUXVIEW S.A. |
| 91 | ETERNIT S.A. | 196 | TOTVS S.A. |
| 92 | EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO | 197 | TRACTEBEL ENERGIA S.A. |
| 93 | EXCELSIOR ALIMENTOS S.A. | 198 | TRAF0 EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A. |
| 94 | FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A. | 199 | TRORION S.A. |
| 95 | FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A. | 200 | UNIDAS S.A. |
| 96 | FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A.- FOSFERTIL | 201 | UNIVERSO ONLINE S.A. |
| 97 | FERTILIZANTES HERINGER S.A. | 202 | USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS |
| 98 | FIACAO TEC SAO JOSE S.A. | 203 | VALE S.A. |
| 99 | FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL | 204 | VICUNHA TEXTIL S.A. |
| 100 | FORJAS TAURUS S.A. | 205 | VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A. |
| 101 | FRAS-LE S.A. | 206 | WETZEL S.A. |
| 102 | GAFISA S.A. | 207 | WHIRLPOOL S.A. |
| 103 | GAZOLA S.A. INDUSTRIA METALURGICA | 208 | WIEST S.A. |
| 104 | GLOBEX UTILIDADES S.A. | 209 | YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A. |
| 105 | GRADIENTE ELETRONICA S.A. | | |
