

Universidade Federal de Santa Catarina
Centro Sócio-Econômico
Programa de Pós-Graduação em Economia – Mestrado

*Estudo sobre a capacidade de autofinanciamento de setores
produtivos com distintos graus de concentrações.*

Carlos Roberto Gabriani

Florianópolis – SC
2007

Universidade Federal de Santa Catarina
Centro Sócio-Econômico
Programa de Pós-Graduação em Economia – Mestrado

*Estudo sobre a capacidade de autofinanciamento de setores
produtivos com distintos graus de concentrações.*

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia – Mestrado, do Centro Sócio-Econômico da UFSC, como pré-requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia, sob a orientação do Prof. Dr. Fernando Seabra.

Carlos Roberto Gabriani

Florianópolis – SC
2007

Estudo sobre a capacidade de autofinanciamento de setores produtivos com distintos graus de concentrações.

Carlos Roberto Gabriani

Esta dissertação foi julgada adequada para a obtenção do título de Mestre em Economia (Área de Concentração – Economia Industrial) e aprovada, na sua forma final, pelo Programa de Pós-Graduação em Economia – Mestrado, da Universidade Federal de Santa Catarina.

Prof. Dr. Roberto Meurer
Coordenador do Curso

Apresentada à Banca Examinadora integrada pelos seguintes membros:

Prof. Dr. Fernando Seabra – UFSC (Presidente).

Prof. Dr. Ramón Garcia Fernandez – EESP/FGV (Membro)

Prof^a. Dr^a. Patrícia F. F. Arienti – UFSC (Membro)

Ficha catalográfica

Gabriani, Carlos Roberto.

Estudo sobre a capacidade de autofinanciamento de setores produtivos com distintos graus de concentrações. Carlos Roberto Gabriani. Florianópolis, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, 2007, p. 186.

Dissertação (Mestrado) – UFSC – Centro Sócio-Econômico – Programa de Pós-Graduação em Economia/PPGE, 2007.

Inclui: Bibliografia.
Anexos.

1.Capacidade de autofinanciamento 2. Poupança 3. *Finance-funding* 4. Potencial de acumulação interna 5. Estruturas de mercados 6. Abertura financeira 7. Fluxos de capitais estrangeiros.

Ao *Gabriel*,
pequenino ser que muito
tem me ensinado a ser avô.

Agradecimentos

Este trabalho não teria sido concluído não fosse a colaboração direta ou indireta de algumas Instituições e pessoas. A todas, expresso minha mais profunda gratidão.

Desejo registrar especial agradecimento ao meu orientador, Prof. Dr. Fernando Seabra. É bom e reconfortante ter alguém com quem dividir as angústias que muitas vezes insistem em aparecer. Seus estímulos e orientações foram fundamentais para a concretização deste trabalho.

Da mesma forma, também quero expressar minha gratidão para com todos aqueles que foram meus professores no Curso de Mestrado: Prof. Celso Leonardo Weydmann, Prof. José Antônio Nicolau, Prof. Laércio Barbosa Pereira, Prof^a. Patrícia F. F. Arienti, Prof. Renato Ramos Campos, Prof. Silvio Antonio Ferraz Cairo e Prof. Wagner Leal Arienti. Os conteúdos programáticos e as discussões em sala de aula foram fundamentais para a construção de um ambiente acadêmico estimulante, instigante, rico e profícuo. Este trabalho é fruto deste ambiente acadêmico.

Não poderia deixar de expressar minha dívida para com os colegas professores do Departamento de Economia e Administração da UFMS e para com a Universidade Federal de Mato Grosso do Sul pelo apoio institucional e estímulo à realização e conclusão deste estágio da vida acadêmica. A liberalização das atividades acadêmicas, durante o período de realização dos créditos, foi providencial e proporcionou condições adequadas para a obtenção e ampliação de novos conhecimentos.

Agradecimento especial gostaria de deixar registrado aos meus familiares, pois sem o carinho, a compreensão e o estímulo dos quais recebi as dificuldades teriam sido maiores. Em especial, à minha mãe, Francisca Lopes Gabriani, que com sua coragem e perseverança muito tem me inspirado, e ao meu pai, Dionízio Gabriani, que do alto de sua sabedoria, luta e heroísmo construiu grande legado para todos seus filhos. A ambos também devo a vida. Da mesma forma, gostaria de registrar agradecimento especial a minha companheira e parceira de todas as horas, Marlene Ajala Moisés. Sem seus carinhos, afetos e apoio muitos dos abismos não teriam sido transpostos. Além da dívida de eterna gratidão, também desejo agradecer a todos pela compreensão das privações de muitos momentos de convivência e alegria a que foram involuntariamente submetidos em decorrência dos esforços que tal “empreitada” exige.

Finalmente, gostaria de agradecer às minhas irmãs, sobrinhos e enteadas de quem muito apoio e estímulos recebi: Telma Cristina, Ana Paula, Angelina, Elizabeth, Flávia, Bruno, Thais, Luis Roberto, Vinícius, Caroline e Mariana. Aos saudosos: Rosmari, minha irmã querida, e seu eterno e apaixonado esposo Luizinho. Que Deus e a Virgem Soberana Mãe lhes iluminem em suas vidas espirituais.

Sumário

Resumo.....	10
Abstract.....	10
Introdução.....	11
Capítulo 1: O financiamento do investimento em uma economia monetária de produção: uma abordagem macro a partir do <i>finance-funding</i>....	14
1.1 O mecanismo <i>finance-funding</i>	15
1.2 A relação entre poupança, investimento e taxa de juros em perspectiva teórica.....	18
1.2.1 A teoria clássica da decisão de investir e o seu financiamento do investimento.....	19
1.2.2 Teoria dos fundos de empréstimos: poupança e financiamento.....	22
1.2.2.1 O financiamento do investimento em mercados financeiros imperfeitos.....	26
1.2.2.2 Assimetria de informações, eficiência na alocação de recursos e financiamento do investimento.....	28
1.2.3 A teoria da carteira de portfólio e o financiamento do investimento.....	29
1.3 A teoria keynesiana do financiamento do investimento.....	31
1.3.1 A teoria da preferência pela liquidez.....	31
1.3.2 Diferenças entre poupança e finance.....	33
1.3.3 Preferência por liquidez, taxa de juros e financiamento no pensamento pós-keynesiano.....	38
1.3.4 O circuito <i>finance-investimento-poupança-funding</i>	39
1.4 Bancos, financiamento, risco e fragilidade financeira.....	42
1.5 A teoria da “liberalização financeira”: fundamentos teóricos do modelo Shaw- McKinnon.....	44
1.6 A teoria das finanças corporativas e a questão do financiamento do investimento.....	50
1.7 A natureza do capital e o financiamento do investimento: uma digressão.....	54
Considerações finais.....	57
Capítulo 2: O financiamento do investimento: uma abordagem micro a partir da estrutura de mercado e da dinâmica concorrencial.....	60
2.1 O problema do financiamento do investimento: aspectos micro.....	61
2.2 Oligopólio e acumulação interna.....	65
2.3 Progresso técnico, acumulação de capital e autofinanciamento.....	70
2.3.1 Tamanho, diferenciais de custos e capacidade de financiamento.....	74
2.3.2 A lei de “acumulação de clientela” e a capacidade ociosa.....	79
2.3.3 O lucro de capacidade.....	80
2.4 Estrutura de mercado e potencial de acumulação.....	81

2.4.1 Estrutura de mercado, formas de competição e capacidade de autofinanciamento.....	82
2.4.2 Inovações, diversificação para novos mercados e autofinanciamento.....	85
2.5 Financiamento, grau de endividamento e fragilidade financeira.....	87
2.5.1 O grau de endividamento e o financiamento.....	90
2.6 Wood e Steindl: uma formulação dinâmica do financiamento do investimento.....	96
2.6.1 Margens de lucro de curto e longo prazos e decisões de investimentos.....	102
2.6.2 Os determinantes das fontes internas de financiamentos.....	106
2.6.2.1 A política de distribuição de dividendos.....	106
2.6.2.2 A acumulação interna e o autofinanciamento do investimento.....	108
Considerações finais.....	109
Capítulo 3: O financiamento do investimento das empresas brasileiras após as aberturas comercial e financeira ocorridas na década de 90.....	110
3.1 Estrutura de financiamento das empresas brasileiras nas décadas de 80 e 90.....	112
3.2 Abertura financeira nos anos 90 e os determinantes dos fluxos de capitais.....	115
3.3 Impactos dos fluxos de capitais estrangeiros sobre a estrutura de financiamento das empresas brasileiras.....	127
3.3.1 Fluxos de capitais, mercado de crédito doméstico e financiamento do investimento.....	129
3.3.2 Fluxos de capitais, mercado de capitais e financiamento do investimento..	132
3.4 Financiamento nos mercados de capitais estrangeiros: lançamentos de <i>Depositary Receipts (DRs)</i>	136
Considerações finais.....	142
Capítulo 4: O financiamento do investimento dos setores produtivos brasileiros cimento e têxtil na segunda metade da década de noventa.....	144
4.1 Desempenho econômico e financeiro dos setores cimento e têxtil durante as décadas 80 e 90.....	145
4.2 Especificações do modelo.....	149
4.2.1 Observações gerais sobre o modelo.....	149
4.2.2 O modelo.....	150
4.3 Aspectos metodológicos.....	153
4.3.1 Levantamento dos dados.....	153
4.3.2 Tratamento dos dados.....	157
4.4 Análise dos resultados.....	160
4.4.1 Estrutura formal do modelo.....	160
4.4.2 Resultados do modelo.....	162
Considerações finais.....	166
Conclusão.....	168
Referências bibliográficas.....	173
Anexos.....	179

Lista de gráficos, quadros e tabelas

Tabela 3.1 – Brasil: Variação real anual do PIB e Formação bruta de capital fixo em relação ao PIB – 1990/2000 (%).....	119
Tabela 3.2 – Brasil: Conta de Capital e Financeira – 1989/2006 (US\$ milhões).....	122
Tabela 3.3 – Médias, variâncias, desvios-padrões e coeficientes de variação dos fluxos de investimentos estrangeiros em carteira de portfólio no período de 1989-2006.....	124
Gráfico 3.1 – Investimentos estrangeiros em carteira de portfólio – 1989-2006.....	125
Gráfico 3.2 – Captação de recursos externos através de emissão de títulos de dívida direta - 1989/2002...	125
Tabela 3.4 – Movimentos líquidos de capitais por modalidades de captação –1992/2000. (US\$ milhões).....	127
Gráfico 3.3 – Participação setorial no total de emissões autorizadas de títulos – 1992-1999.....	130
Tabela 3.5 – Emissões autorizadas de títulos no exterior – 1992/2000.....	130
Tabela 3.6 – Participação relativa das obrigações externas em relação ao passivo total dos bancos privados – 1991/1999.....	131
Tabela 3.7 – Quantidade e valor de mercado das empresas listadas em bolsas de valores – 1990/1996.....	134
Tabela 3.8 – Emissão e captação anual via ações e debêntures – 1991/1997 (US\$ milhões).....	134
Tabela 3.9 – Taxa de emissão primária em relação ao PIB – 1991/1997 (%).....	135
Quadro 3.1 – Empresas inscritas no Programa <i>Depositary Receipts</i> - 1992 a 1997.....	139
Quadro 3.2 – Estados Unidos: Programas de emissão de <i>ADR</i>	141
Gráfico 4.1 – Liquidez Corrente média dos setores cimento e têxtil: 1978 – 1988.....	147
Gráfico 4.2 – Endividamento geral médio dos setores cimento e têxtil: 1978 - 2000.....	147
Gráfico 4.3 – Rentabilidade média dos setores cimento e têxtil: 1978 - 1999.....	148
Tabela 4.1 – Número de empresas ranqueadas, 1994/99.....	154
Tabela 4.2 – Número de empresas ranqueadas que mantiveram permanência nos <i>ranks</i> em todos os anos, por setor de atividade, no período 1994 – 1999.....	158
Tabela 4.3 – Número de empresas e de observações por setor de atividade no período 1994 – 1999.....	159
Tabela 4.4 – Índice geral de preços – IGP-DI / 1994-99.....	160
Tabela 4.5 – Setor Cimento: resultados comparativos dos modelos sem e com <i>dummies</i>	163
Tabela 4.6 – Setor Têxtil: resultados comparativos dos modelos sem e com <i>dummies</i>	163
Tabela 4.7 – Elasticidade setorial do financiamento do investimento.....	166

Anexos

Quadro 3.A – Modalidades e características de investimentos estrangeiros em carteiras de portfólios existentes no Brasil.....	179
Tabela 4.A – Indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade dos setores produtivos brasileiros de cimento e têxtil: 1978-2000.....	182
Tabela 4.B1 – Setor Cimento: Resultados do modelo.....	182
Tabela 4.B2 – Setor Têxtil: Resultados do modelo.....	183
Tabela 4.C1 – Setor Cimento: Teste Wald para a significância dos coeficientes das <i>dummies</i>	184
Tabela 4.C2 – Setor Têxtil: Teste Wald para a significância dos coeficientes das <i>dummies</i>	185
Tabela 4.D – Estatísticas básicas descritivas das variáveis explicadas e explicativas dos modelos para os setores de cimento e têxtil.....	186

Resumo.

Este trabalho tem por objetivo realizar uma análise sobre a capacidade de autofinanciamento das empresas em setores com diferentes graus de concentração de suas atividades produtivas. Essa capacidade está circunscrita por fatores macro e microeconômicos. No plano macro, a capacidade de autofinanciamento é definida pelas condições de liquidez da economia e os mecanismos de financiamento existentes como a poupança prévia e o *finance-funding*. No plano micro, ela é definida pelo potencial de acumulação interna e pelo processo concorrencial estabelecido no interior das estruturas de mercado, sendo que estruturas relativamente mais concentradas apresentam maior poder de influir discricionariamente no mercado, tendo maior capacidade de financiar investimentos com recursos próprios. Além disso, a capacidade de autofinanciamento também está circunscrita pelo grau de abertura financeira que implica em novas alternativas de financiamento através do acesso aos mercados de crédito e de capitais no exterior e dos fluxos de capitais estrangeiros. O grau de liquidez da economia, o potencial de acumulação interna e a abertura financeira estabelecem as pressões sobre preços e margens de lucros (*mark ups*) das empresas inversoras determinando a necessidade de geração de recursos internos requeridos para financiar os investimentos. As empresas brasileiras do setor cimento apresentaram capacidade de financiar o Ativo Permanente com lucro ou prejuízo líquido maior que as empresas do setor têxtil durante a segunda metade da década de 90.

Palavras chaves: Capacidade de autofinanciamento, poupança; *finance-funding*; potencial de acumulação interna, estruturas de mercados; abertura financeira; fluxos de capitais estrangeiros.

Abstract.

The goal of the present work is to make an analysis of the capacity of self-financing of the enterprises in sectors with different degrees of concentration in their productive activities. This capacity is encompassed by macro and microeconomical factors. In the macro plane, the capacity of self-financing is defined by the conditions of liquidity of economy and the existing mechanisms of financing such as the savings account and self-financing. In the micro plane, it is defined by the potential of internal accumulation and by the competition process established in the interior of the market structures, being it that relatively more concentrated structures present a greater power of discriminative influence on the market, having a greater capacity of financing investments with self-resources. Furthermore, the capacity of self-financing is also encompassed by the degree of financial opening which implicates in new alternatives of financing through the access to the credit markets and of foreign capital and the foreign capital fluxes. The degree of liquidity of economy, the potential of internal accumulation and the financial opening establish the pressure on prices and profit margins (*mark ups*) of invading enterprises, determining the need for the creation of internal resources required to finance the investments. Brazilian Enterprises in the cement sector presented the capability of financing the Permanent Active with a liquid profit or loss greater than the enterprises in the textile sector during the second half of the 90's.

Key words: Capability of self-financing; savings account; finance - funding; internal accumulation potential; market structures; financial opening; foreign capital fluxes.

Introdução

Se o investimento for considerado o motor que impulsiona o sistema capitalista de produção rumo ao crescimento e ao progresso, o financiamento do investimento pode ser considerado o lubrificante que permite a máquina capitalista estar em constante movimento, se desenvolver e prosperar. Existem vários mecanismos e formas de se realizar o financiamento. Um delas, talvez de longe a mais importante por significar de fato a capacidade de sobrevivência das empresas, se dá pelos recursos próprios, recursos que as empresas acumulam através de suas atividades produtivas. As outras formas ocorrem via recursos de terceiros, cujo quais as empresas conseguem alavancar seja através do mercado de crédito ou dos mercados de capitais.

Assim como o investimento, os mecanismos de financiamento estão circunscritos por fatores dinâmicos determinados pelos planos macro e microeconômicos. São elementos multifatoriais que agem de forma simultânea determinando as condições, o volume e os custos das formas alternativas de financiamento, colocando o agente investidor diante de um complexo emaranhado de fatores sob influência dos quais toma decisão de investir ante as alternativas de financiá-lo. Dessa forma, pode-se perceber que o financiamento do investimento decorre de fatores derivados do cenário posto pelo plano macroeconômico que define as condições de liquidez, do custo e de funcionamento do mercado de crédito que constitui uma das alternativas de financiamento com recursos de terceiros. Esta alternativa de financiamento rebate na capacidade de autofinanciamento à medida que quanto mais restrito e mais custoso o mercado de crédito, maiores serão as pressões sobre os recursos próprios para financiar os investimentos, ante a alternativa de realizá-lo. No plano microeconômico os investimentos e o financiamento estão circunscritos pelo mercado, pelas formas de concorrência adotadas pelas empresas e pelas características estruturais de cada setor produtivo que, por sua vez, estão relacionados com o grau de concentração existente em cada setor.

As alternativas de financiamento postas às empresas brasileiras sofreram mudanças significativas decorrentes dos processos de aberturas comercial e financeira, sobretudo desta última, ao longo dos anos 90. Novas possibilidades de financiamentos foram colocadas à disposição das empresas através dos mecanismos abertos de acesso aos mercados de crédito e de capitais estrangeiros via, por exemplo, o mercado de *DRs* (*Depositary Receipts*). Estas novas alternativas também tiveram implicações em termos das pressões sobre as fontes interna de financiamento. À medida que há mais facilidade de alavancagem de recursos de terceiros, a custos relativamente menores, comparativamente aos custos incorridos nos mercados domésticos, as pressões sobre as empresas em obter recursos através, por exemplo, de pressões para cima em seus preços e margens de lucros diminuem, contribuindo para redução da significância desta forma de financiamento para as empresas.

O objetivo do presente trabalho é analisar o financiamento do investimento das empresas, destacando, sobretudo, à forma de financiamento representada pelos fundos internos constituídos pelas empresas a partir das atividades que desenvolvem, também denominado de autofinanciamento.

Buscando alcançar os objetivos acima estabelecidos, o presente trabalho está constituído por quatro capítulos. No primeiro busca-se realizar análise dos fatores que condicionam o financiamento do investimento em um plano denominado aqui de macroeconômico por ser este o definidor das condições da liquidez, do custo e do mercado de crédito para as empresas que buscam estes recursos para financiar investimentos. Como será visto, pretende-se levantar algumas discussões teóricas do ponto de vistas das perspectivas convencional e keynesiana e alguns de seus desdobramentos com o objetivo de compreender como ocorre a relação entre liquidez da economia, custo de crédito e o processo de financiamento do investimento.

No segundo capítulo será efetuado análise dos fatores instituídos pelo plano microeconômico que condicionam o financiamento do investimento. A análise estará centrada nos mecanismos de concorrência, nas estruturas de mercado e nas formas de organização da produção objetivando destacar as capacidades internas às empresas em acumular recursos a partir de suas atividades e de como as mesmas podem utilizar estes recursos em apoio ao financiamento. Neste particular, as políticas de preços e margens de lucros (*mark ups*), bem como o processo concorrencial ganham destaque tendo em vista que constituem fatores importantes para determinar os ganhos capitalistas e, com isso, a capacidade de financiar investimento com recursos próprios.

No terceiro capítulo será realizada análise sobre as conseqüências decorrentes da abertura comercial e financeira, com destaque para esta última, sobre as formas alternativas delas derivadas de financiamento do investimento. Como será percebido, a abertura da conta de capital, do Balanço de Pagamento brasileiro, implicou em novas possibilidades de financiamento afetando diretamente as formas de financiamento utilizadas pelas empresas brasileiras.

No quarto e último capítulo será realizado um estudo sobre a capacidade de autofinanciamento das empresas pertencentes a dois setores de atividades com distinção nos graus de concentração de seus mercados. Dessa forma, tomar-se-á os setores brasileiros produtores de cimento e de têxteis como representativos de setores mais e menos concentrados, respectivamente, objetivando com isso identificar a existência e diferenças em suas capacidade de financiar investimentos através de recursos próprios. A hipótese que se pretende comprovar, portanto, é a de que setores produtivos, cujas atividades são concentradas e devido à maior capacidade de influir discricionariamente sobre o mercado determinando preços e margens de lucros (*mark ups*), apresentam maior capacidade de financiar seus investimentos via recursos próprios. Alternativamente, setores menos concentrados, e mais expostos aos efeitos concorrênciais, possuem menor capacidade de financiar seus investimentos a partir de fontes internas de recursos.

Fica como sugestão ao leitor constatar, ao final do trabalho, se o autor logrou êxito ou não.

Capítulo 1

O financiamento do investimento em uma economia monetária de produção: uma abordagem macro a partir do *finance-funding* e das finanças corporativas.

Neste capítulo objetiva-se realizar uma análise sobre o financiamento do investimento destacando as contribuições das concepções teóricas de Keynes e pós-keynesianas assim como a das finanças corporativas. Quanto à primeira, destaque será dado à questão do mecanismo de *finance-funding* como uma das fundamentais contribuições desta abordagem teórico-analítica para a compreensão do financiamento do investimento em uma economia monetária de produção. Em relação à segunda, destaque será dado às contribuições relativas às ordenações ou não das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas.

A metodologia empregada consistiu de revisão bibliográfica buscando identificar, dentro de cada concepção teórica, os conceitos mais necessários e adequados para explicar o financiamento do investimento. Procurou-se, no que diz respeito à descrição teórica de cada abordagem, manter a coerência dos conceitos propostos por cada visão teórica, bem como apresentá-los de forma seqüencial dentro de uma adequabilidade requerida não só para garantir a coerência interna de cada concepção, mas também para evidenciar o ponto de vista subjacente e necessário à compreensão do financiamento do investimento, objeto do presente trabalho.

O capítulo inicia-se com a apresentação do mecanismo do *finance-funding*, caminhando em direção a uma abordagem sobre as relações entre poupança, investimento e taxa de juros, confrontando o papel de destaque que algumas abordagens teóricas dão para cada uma destas variáveis na determinação do investimento. Em seqüência, é analisada a teoria keynesiana do financiamento do investimento, destacando a preferência pela liquidez e a diferença entre poupança e *finance* no que concerne às suas imbricações para o financiamento. Cabe destacar também que o papel dos bancos, por serem os agentes ofertantes de créditos e, por isso, ser o contraponto da liquidez que

define as condições da oferta de crédito para a realização do financiamento bancário, também ganha destaque. Além das condições de liquidez, também é analisado as conseqüências do ponto de vista do risco e da fragilidade financeira decorrente do mecanismo de financiamento resultante das relações entre firmas e bancos.

A revisão teórica segue com a análise das contribuições teóricas centradas nas concepções tradicionais com a teoria da liberalização financeira e a teoria das finanças corporativas com objetivo de destacar os pontos centrais explicitados por essas visões sobre o mecanismo do financiamento dos investimentos e expor o debate interno à teoria das finanças corporativas da referente à existência ou não de uma hierarquia nas fontes de financiamento utilizadas pelas empresas. Finalmente, é realizada uma análise, de caráter mais de digressão, discutindo-se a questão da transmutação da natureza do capital entre público e privado objetivando destaca como que a intermediação financeira, em seu papel de agenciador e repassador de recursos financeiros, implica a necessidade da mudança da natureza do capital.

1.1 O mecanismo *finance-funding*.

É inquestionável que o crescimento econômico assentado na expansão da capacidade produtiva das firmas prescinde de adequado mecanismo de financiamento de longo prazo.¹ Sem uma estrutura financeira que garanta a oferta e alocação eficiente de recursos de longo prazo para financiar investimento, o crescimento econômico fica limitado, no plano microeconômico, aos recursos próprios das firmas, dentro da sua capacidade de alavancar a expansão da capacidade produtiva e de autofinanciar os investimentos a partir dos lucros retidos e acumulados com a atividade produtiva. Nesse sentido,

“o financiamento de investimentos no Brasil apóia-se, ainda, no tripé autofinanciamento, crédito público e crédito externo. ... As limitações que tal modelo impõe ao crescimento econômico são bastante conhecidas: o autofinanciamento tende a aumentar o mark up das firmas, que precisam acumular excedentes para sustentar seus investimentos, pressionando a inflação....” (HERMANN, 2003b, p. 242) (grifos nossos).

A citação acima deixa evidente a relação existente entre o investimento e os seus mecanismos de financiamento do longo prazo. Na situação de inexistência desses mecanismos, as empresas inversoras se vêem impelidas a recorrer ao autofinanciamento

¹ O Sistema Financeiro Brasileiro – SFB – passou por dois momentos de profundas mudanças com as quais se objetivou a estruturação de mecanismos de financiamento de longo prazo que dão sustentação ao processo de desenvolvimento econômico: o primeiro foi com as reformas financeiras de 1964-67, em que se buscou estruturar um sistema financeiro que proporcionasse financiamento de longo prazo apoiado nos mercados de capitais, cabendo aos bancos de investimento organizar a colocação de ações e títulos privados; o segundo momento ocorreu com a reforma de 1988 em que se buscou estruturar um sistema de financiamento de longo prazo apoiado no crédito privado bancário proporcionado por instituições autorizadas a operar tanto no mercado de crédito a curto prazo como no seguimento de crédito a longo prazo com os chamados bancos múltiplos. Para uma análise sobre as razões que levaram ao fracasso dos objetivos pretendidos nos dois períodos ver HERMANN (2003b).

através da adoção de políticas de preços e *mark up* capazes de garantir retornos financeiros suficientes frente às necessidades de desembolsos requeridos pelos investimentos programados. Entretanto, é relativamente consensual na literatura econômica que a capacidade das empresas em estabelecer discricionariamente a política de preços e, por conseguinte, a taxa de *mark up*, está estritamente associada às características estruturais que definem a dinâmica concorrencial no mercado em que cada firma atua.

Entretanto, as empresas e o processo de financiamento do investimento devem ser entendidos a partir da compreensão do funcionamento de uma economia monetária de produção. Assim, para se compreender o mecanismo de financiamento dos investimentos em uma economia monetária de produção é necessário entender o circuito *finance-investimento-poupança-funding* estruturado sobre as interpretações de KEYNES no que concerne à dinâmica do desenvolvimento capitalista. A importância de se entender esse circuito decorre de sua interpretação em romper por completo com a abordagem teórica mecanicista e determinista de que o investimento requer recursos acumulados previamente, para o qual as decisões de investir e poupar, realizadas por diferentes agentes econômicos, não têm relevância teórica, mas, sobretudo, romper com os axiomas de cunho ortodoxos que estabelecem que a moeda seja neutra e os bancos, assim como o sistema financeiro como um todo, desempenham papel apenas de intermediários financeiros.

KEYNES (1985) foi um dos primeiros autores a destacar as imbricações econômicas entre o “lado real” e o “lado monetário” da economia, evidenciando o papel e a importância que os bancos, o sistema financeiro e, por conseguinte, a moeda tem sobre o processo de desenvolvimento econômico em geral e sobre o financiamento das possibilidades de investimentos, com as quais as empresas e o setor produtivo se defrontam ante suas estratégias de ampliar mercados de modo particular.² Na visão de KEYNES e seus desdobramentos com o pensamento pós-keynesiano, o papel do sistema financeiro é mais complexo e essencial ao sistema econômico do que simplesmente servir de intermediador entre investidores e poupadores, conforme estabelece a abordagem convencional.

Na perspectiva do pensamento keynesiano, os bancos passam a ter papel destacado: primeiro porque, em situações de crescimento, sua participação na determinação do volume dos recursos ofertados para financiar o investimento é não só essencial, como de fundamental importância; segundo, porque a poupança, embora criada pela expansão da renda causada pelo aumento dos investimentos, sendo, portanto subproduto do processo multiplicador, pode desempenhar papel na consolidação financeira do passivo de curto prazo das empresas e bancos. Deve ser destacado também

² Para uma melhor compreensão sobre o conceito de economia monetária de produção ver LIMA (1992). O autor destaca que numa economia monetária de produção, “onde a incerteza que recobre o devir é algo inescapável” do ambiente econômico no qual os indivíduos tomam decisões, a moeda deixa de ser vista como um mero acessório facilitador das trocas de bens e serviços reais, constituindo-se em “algo mais que um mero véu que recobre as transações reais do sistema”, e passa a afetar os “motivos e decisões dos agentes econômicos”, com conseqüentes implicações sobre o volume de produção, a renda e o emprego. A moeda deixa de ser vista como neutra do ponto de vista dos fatores determinantes do nível de produção, constituindo-se em fator operante do próprio sistema econômico.

que, para que o sistema produtivo possa contar com a expansão dos recursos por parte dos bancos para financiar investimentos, é necessário um ambiente institucional favorável e estável, tanto do ponto de vista das possibilidades das empresas inversoras alcançarem seus objetivos pretendidos e estabelecidos em seus processos de expansão produtiva, quanto em termos de uma conjuntura econômica, interna e externa, que possibilite desenharem cenários mais estáveis a longo prazo. Somente um ambiente institucional favorável e estável possibilitará a existência e a magnitude de mecanismos de financiamento de investimentos de longo prazo.

A contribuição de KEYNES sobre as condições em que se dá o financiamento do investimento resulta de um intenso debate com interlocutores da corrente teórica convencional predominante na época, cujo pano de fundo é a visão diametralmente oposta do sistema econômico vigente. Enquanto a concepção convencional estruturava suas análises sobre uma economia real, em que a moeda desempenhava apenas a função de meio e troca, e a poupança era fruto das decisões intertemporais presentes e futuras dos agentes em manter recursos, KEYNES concebia o sistema econômico como uma economia monetária de produção, em que a moeda, dadas as suas características específicas – sobretudo sua liquidez máxima e sua capacidade de proporcionar segurança – tem efeitos sobre a produção, o emprego e a renda através de mecanismos de transmissão que se propagam e se retro alimentam entre os circuitos financeiro e produtivo. A moeda passa a ser vista não mais apenas como instrumento de troca e reserva de valor, mas, principalmente, como elemento que possibilita aos agentes econômicos transferir poder de gasto para o futuro e/ou adiantar ganhos futuros. Nesse processo, os bancos deixam de desempenhar apenas o papel de intermediários de troca para constituírem-se em principal agente fomentador do crescimento econômico através da criação e expansão de fundos de investimentos, possibilitando as trocas de posições ativas e passivas entre agentes superavitários e deficitários por meio da administração dos ativos e passivos dos próprios bancos.³ A importância do sistema financeiro para o mecanismo do financiamento do investimento em KEYNES pode ser percebida ao afirmar que:

“as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram, em grande parte, irrevogáveis não só para comunidade em geral, como também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento dos mercados financeiros organizados surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o

³ A importância dos bancos no processo de financiamento do investimento no pensamento econômico keynesiano pode ser evidenciada nas seguintes colocações de COSTA (1992, p. 123): “A visão ‘clássica’ da Teoria dos Fundos de Empréstimos está identificada com um sistema bancário primitivo. No século XIX, a poupança era uma pré-condição para o investimento, pois este em grande parte dependia de empréstimo direto do credor para o tomador. Mesmo os empréstimos indiretos através dos bancos exigiam esta pré-condição, ou seja, necessitavam obter depósitos para emprestar. Os depósitos neste estágio representavam poupança, ainda não eram meios de pagamentos universais. Somente quando os cheques tornaram-se amplamente utilizados como meios de pagamentos [é] que o sistema bancário ganhou melhores condições institucionais (câmara de compensação, carteira de desconto, etc.) para ampliar a oferta monetária através do multiplicador da moeda bancária. Os empréstimos passaram a criar depósitos que nunca deixavam o sistema bancário e representavam dinheiro tanto para o financiamento do consumo quanto do investimento. A teoria keynesiana refletiu esta mudança”.

investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema” (KEYNES, 1985, p. 111).⁴

Entretanto, para melhor entendimento das propostas de KEYNES sobre como se dá o financiamento do investimento, bem como o papel diferenciado que os bancos passam a ter no processo de desenvolvimento econômico em relação à visão convencional, devemos fazer uma apresentação, mesmo que sucinta – ainda que isso possa levar a omissão e imprecisão – da visão convencional do financiamento do investimento e de seus desdobramentos teóricos no que se convencionou chamar de Teoria dos Fundos de Empréstimos – TFE – e a literatura sobre a “liberalização financeira” desenvolvida a partir de suas inspirações teóricas.

1.2 A relação entre poupança, investimento e taxa de juros em perspectiva teórica.

Para os clássicos, sobretudo RICARDO, não havia relevância teórica na distinção entre o ato de poupar – fundamentalmente efetuado por agentes superavitários que procuram manter excedentes de rendas sob a forma de riquezas com a máxima liquidez possível, ou ativos que apresentem menor liquidez, mas que proporcione rendimentos – e o ato de investir, efetuado fundamentalmente por agentes deficitários ou por aqueles que decidem adiantar gastos produtivos objetivando futuros fluxos de rendas decorrentes desses gastos. A não relevância teórica entre esses atos resulta, segundo CHICK (1993), do estágio de desenvolvimentos do sistema monetário predominante à época de RICARDO, caracterizado, sobretudo, por ser incipiente, prematuro, predominando características de mercado competitivo, em que a moeda é o meio de pagamento por excelência, o crédito representa a transferência de saldos de moeda-mercadoria entre agentes superavitários e deficitários e, ainda, em que o mercado financeiro baliza-se pela alocação eficiente dos recursos entre agentes poupadores e investidores. Assim, na concepção teórica convencional, o crédito resulta da intermediação exercida pelo sistema bancário, que se comporta como se a economia fosse gerida por moeda-mercadoria. Nesse sistema, o volume de crédito é estabelecido pela quantidade de recursos previamente poupados por agentes superavitários, sendo determinado pela taxa de juros que remunera a poupança.

Contudo, numa economia com sistema bancário moderno, a oferta de crédito pode ser derivada de simples operações bancárias contábeis de criação simultânea de ativos (empréstimos) e passivos (depósitos). Dessa forma, ela passa ter um caráter endógeno, com os bancos passando a desempenhar um papel diametralmente oposto ao

⁴ Coube a MINSKY desenvolver essa abordagem keynesiana, aprofundando os efeitos do mecanismo de financiamento, que resultam das variações ocorridas nos estoques de ativos reais, ante as expectativas empresariais de retorno, e do pagamento das obrigações decorrentes das formas de financiamento utilizadas, sobre a instabilidade do sistema econômico. Segundo este autor, “a principal razão por que nossa economia se comporta de diferentes maneiras, em diversos períodos, é que as práticas financeiras e a estrutura de compromissos financeiros variam. As práticas financeiras resultam em pagamento de obrigações incorporadas em contratos, que refletem as condições do mercado e as expectativas predominantes quando foram negociados e assinados. Os pagamentos das obrigações importam em dívidas e são cumpridas à medida que a economia se move através do tempo. O comportamento e, particularmente, a estabilidade da economia mudam, assim como a relação do pagamento das obrigações com os fundos disponíveis para pagamento varia, e a complexidade dos arranjos financeiros se desenvolve” (1986, p. 197).

de um agente passivo, intermediador de fundos, conforme concepção convencional, sendo visto como um agente ativo capaz de proporcionar às empresas inversoras condições de financiar seus investimentos através de expansão do crédito. Isso traz conseqüências e efeitos teóricos profundos sobre o papel desempenhado pelos bancos, sobre o volume de crédito que pode ser disponibilizado por eles aos seus clientes, sobre os custos financeiros dos empréstimos e sobre os efeitos e a eficácia das ações das autoridades monetárias na condução da política monetária, fatores que serão analisados posteriormente.⁵ Antes, porém, devemos continuar analisando, sem a pretensão de exaurir o assunto, as relações entre investimento, poupança e taxa de juros, segundo o pensamento convencional clássico, neoclássico e seus desdobramentos estabelecidos pela teoria tobiana da escolha do portfólio e pela literatura da “liberalização financeira”.

1.2.1 A teoria clássica da decisão de investir e o seu financiamento do investimento.

KEYNES deixou claro que há uma grande dificuldade de interpretação sobre o que constitui a taxa de juros e seus determinantes no pensamento clássico e neoclássico. Por isso, a análise sobre as relações entre poupança, financiamento do investimento e taxa de juros no pensamento clássico e neoclássico a seguir será realizado basicamente a partir das interpretações de KEYNES sobre o assunto na *Teoria Geral*, complementada com outros textos auxiliares.

Sob o ponto de vista da lei de SAY (ou lei dos mercados de SAY), a demanda potencial, e por conseqüência a efetiva, é infinita, resultando em não haver qualquer restrição quanto ao crescimento da produção e do capital. Em termos genéricos, a lei de SAY estabelece que, ao se produzir bens e serviços, geram-se rendas aos fatores envolvidos na produção daqueles bens e serviços iguais ao valor da produção, renda esta que proporciona potencial para o consumo do que foi produzido.⁶ Isso implica em dizer que para o pensamento econômico clássico estava implícito que não haveria qualquer impedimento para o financiamento do investimento. Qualquer nível de investimento e expansão da capacidade produtiva seria possível, pois as rendas geradas com os fatores envolvidos na própria “produção” do investimento impulsionavam o “consumo” de bens de capital. Como resultado, temos uma economia na qual a demanda é ilimitada e não há fuga de renda do fluxo circular, não havendo, portanto, entesouramento.

Mesmo considerando a possibilidade de ações individuais de não gastar todo poder de compra proporcionado pela renda ganha, os clássicos consideravam que nenhum indivíduo manteria rendas inativas que não proporcionassem algum rendimento. As ações individuais de não gastar toda renda, gerando-se excedente de

⁵ CHICK (1993, p. 194), ao analisar as fontes diretas de financiamento do investimento (empréstimos diretos), tais como os “contratos a prazo fixo e com juros (títulos e debêntures) e propriedades de (capital) ações que tenha a perspectiva de desembolso relacionada aos lucros (dividendos)”, destaca que ainda assim “permanece a possibilidade de os intermediários [intermediários] serem uma fonte de fundos para os empresários e um depositário da poupança das famílias” e que “os bancos são de primordial importância, seja de importância quantitativa no mundo real, seja na ruptura de KEYNES com as teorias clássicas e neoclássicas dos juros”.

⁶ Dessa perspectiva, a economia pode ser considerada como uma economia de trocas diretas de produtos por produtos, com o dinheiro desempenhando apenas a função de intermediário de troca, não desempenhando qualquer função enquanto reserva de valor ou como instrumento de entesouramento. Isso proporciona uma igualdade permanente entre produção e demanda, tornando a economia livre de flutuações econômicas.

rendas sobre o consumo, implicavam, segundo essa visão teórica, em disponibilizar esses excedentes para agentes que apresentavam níveis de gastos além dos seus níveis de rendas. Em verdade essa abordagem teórica estabelece que os agentes que não gastam toda renda estão tomando uma decisão intertemporal de consumo, deixando de gastar no presente para aumentar seu consumo no futuro. Essa decisão implica em trocar uma redução da satisfação presente, decorrente do não consumo, por uma dívida (um ativo) que proporcione rendimentos, no caso juros ou dividendos. Portanto, os juros são visto como a recompensa pelo não gasto (abstinência do consumo), ou uma recompensa pela redução do nível presente de satisfação em troca de maior grau de satisfação no futuro. Nesse caso, os recursos financeiros que os agentes poupadores transferem para os agentes gastadores, no caso os capitalista investidores, constituem nada mais do que um bem (bem capital financeiro), daí a taxa de juros ser entendida como um fenômeno real posto pela oferta e demanda de recursos financeiros entre os agentes.

A aceitação do princípio da preservação do poder de compra que está por trás da lei de SAY, implica em dizer que o investimento (acumulação), qualquer que seja seu nível, encontrava fontes prévias de recursos (poupanças) para financiá-lo. Os limites para o crescimento da produção e da economia eram postos então pela capacidade de expansão da renda. Os determinantes do investimento, apesar de poderem ser expandidos sem limites, não foram analisados e expostos de forma clara pelo pensamento econômico clássico. A razão para isso decorre do fato de que, segundo essa visão, o financiamento é a todo e qualquer momento garantido pela poupança acumulada.

Em verdade, RICARDO considerava que apenas os capitalistas industriais (*manufacturers*) poupavam parte dos lucros obtidos com as atividades manufatureiras e que toda acumulação capitalista dependia da parte desses lucros poupados. Assim, o único limite para a acumulação de capital (investimento) era constituído pela parte poupada dos lucros, sendo estes investidos em toda sua integralidade. Ou seja, havia igualdade entre acumulação de capital e poupança, sendo a causalidade, mas não a determinação, estabelecida pela poupança prévia (parte dos lucros poupados pelos capitalistas industriais) para o investimento. Portanto, para o pensamento clássico a poupança dependia da parte não gasta das rendas dos agentes industriais, constituindo esta a principal e única fonte de financiamento do investimento (acumulação).

No plano individual, cada capitalista poderia investir mais ou menos do que os recursos poupados por si só. Entretanto, no plano agregado, o investimento seria sempre igual à poupança. Essa igualdade é estabelecida pela taxa de juros operada através do mecanismo de mercado, ajustando a oferta e a demanda de recursos para investimento, como afirmava KEYNES:

“É bastante claro, entretanto, que essa tradição [clássica] considerou a taxa de juros como o fator que equilibra a demanda de investimento com a oferta para a poupança. O investimento representa a demanda por recursos para investir, a poupança representa a oferta, e a taxa de juros é o ‘preço’ dos recursos investíveis que tornam essas duas quantidades iguais”. (1985, p. 127).

Para o pensamento clássico, a igualdade entre acumulação e poupança era obtida automaticamente. Um ato de poupança implicava necessariamente em um ato de investimento,⁷ como KEYNES deixou evidente em suas análises ao afirmar que “a maioria dos membros da escola clássica levou esta crença [igualdade entre poupança e investimento] demasiadamente longe, uma vez que sustentar que todo ato individual de aumento na poupança suscita, necessariamente, outro correspondente ato de aumento de investimento” (1985, p. 128). KEYNES não acrescenta muito a essa discussão. Apenas mais tarde, no debate com OHLIN, ROBERTSON e HAWTREY, afirmará que essa igualdade é verdadeira na situação do investimento e poupança *ex post*. Em termos *ex ante*, ou seja, de investimento planejado e de desejo dos agentes em poupar, nada garante, segundo KEYNES, que essa igualdade aconteça.

CHICK (1993), no entanto, irá apresentar a teoria clássica dos juros de forma a poder inserir a variável entesouramento e o desejo de poupar, chegando praticamente às mesmas conclusões dos clássicos. A autora, mesmo correndo o risco de cometer injustiças, faz uma apresentação da teoria clássica dos juros definindo inicialmente este como “um prêmio pela ‘espera’, pela postergação do consumo” (p. 195). A admissão da poupança decorre da presença do mecanismo automático (taxa de juros) que leva à igualdade entre poupança e investimento. Segundo CHICK (1993, p. 196), “enquanto esse mecanismo funciona, não importa se a renda é poupada ou gasta: o que é produzido é vendido, se não para consumo, então para investimento”.

Dessa perspectiva teórica podemos perceber que o financiamento do investimento depende do comportamento racionalizante de dois agentes financeiros: os poupadores, ofertantes de capital para financiar o investimento, e os investidores demandantes de capital. Os poupadores agem segundo a racionalidade econômica de maximizar sua satisfação, pois a redução desta, causada pelo não gasto da renda no presente, é compensada pelo aumento da satisfação proporcionada pelos juros recebidos pelo empréstimo dos recursos poupados bem como pelo aumento dos gastos futuros proporcionado pela transferência intertemporal das rendas. Os investidores, por seu turno, também agem de forma racional ao compensar a perda de satisfação futura com o pagamento de juros pelos empréstimos contratados, com o aumento da satisfação presente proporcionado pela produtividade marginal dos bens de capital investidos. Isso levou o pensamento clássico a entender a oferta e a demanda de capital como transferências reais de recursos, analisado pela perspectiva do mecanismo de maximização intertemporal de satisfação dos agentes econômicos. Nesse contexto, o “mercado financeiro” pode ser definido, segundo o pensamento clássico, como o *locus* de intermediação de poupanças entre os agentes econômicos, o que implica em dizer que os intermediários financeiros tornam-se praticamente irrelevantes do ponto de vista teórico

⁷ Para MIGLIOLI (1982, p. 49), existem justificativas históricas que tornam possível pensar que os economistas clássicos poderiam estar dizendo a verdade quando afirmavam que toda poupança era automaticamente investida. Tais razões decorrem: (i) do fato de que no final do século XVIII e início do século XIX “eram efetivamente os capitalistas a classe que mais poupava e investia, enquanto o nível de salário vigente não permitia aos trabalhadores o luxo de poupar e os nobres proprietários não tinham motivos por que poupar”; (ii) do fato de que o capitalismo encontrava-se em fase embrionária com a Revolução Industrial e “as oportunidades de investimentos eram muitas enquanto que os recursos de poupanças para usufruir dessas oportunidades eram limitados” e, (iii) “a poupança e o investimento eram usualmente efetuados pelo mesmo capitalista individual”, em que “cada uma procurava investir sua própria poupança a fim de ampliar seus negócios”.

para o mecanismo do financiamento do investimento. Em última análise, o importante para o financiamento são, segundo CARVALHO et al. (2000, p. 382), “as preferências intertemporais dos poupadores e o estado de tecnologia da produção que determinam o volume de recursos intermediados entre poupadores e investidores”.

No entanto, com o desenvolvimento do sistema econômico e produtivo que resultou no advento das grandes empresas, no desenvolvimento dos sistemas financeiro e bancário e na ampliação dos sistemas de captação de recursos financeiros para investir, além de outros fatores como a separação da propriedade e direção das empresas e o fato de que os agentes que efetuavam investimento já não eram os mesmos que poupavam, como na época dos clássicos, não seria mais possível ao pensamento neoclássico continuar sustentando a igualdade entre poupança e investimento, mesmo por meio de novas roupagens, como a teoria dos fundos de empréstimos. Nesse sentido, as contribuições de WICKSELL (1986) sobre o papel dos bancos no processo de financiamento e seus impactos sobre a dinâmica de desenvolvimento das economias capitalistas foram de extrema importância. Suas idéias proporcionaram o desenvolvimento de um modelo teórico-analítico denominado teoria dos fundos emprestáveis; uma ampliação e sofisticação, em relação à teoria clássica, sobre o que é o mercado de capitais e o papel do sistema bancário em uma economia capitalista de produção, o que constitui o objeto de investigação da sessão seguinte.

1.2.2 Teoria dos fundos de empréstimos: poupança e financiamento.

Podemos dizer, seguindo as interpretações de CHICK (1993), que a teoria dos fundos de empréstimos (TFE) constitui a visão neoclássica (por isso, um avanço do ponto de vista da perspectiva histórica do pensamento econômico) da determinação da taxa de juros a partir da relação entre poupança, investimentos e o seu financiamento.⁸ Para essa teoria, a taxa de juros é determinada conjuntamente pela poupança, que constitui a oferta de fundos de empréstimos, e pelo investimento, que constitui a demanda por aqueles fundos. Segundo essa visão, existe uma relação causal, mas não determinística,⁹ entre poupança e investimento, no sentido em que para que haja investimento é necessária a existência prévia de poupança. Não obstante, e a despeito da análise realizada na seção anterior, muitos analistas também identificam a teoria “clássica” de juros com a teoria dos fundos de empréstimos (TFE), devido à existência de muitos pontos de tangência entre as duas abordagens teóricas. É nesse sentido, e em corolário com CHICK (1993), que devemos entender a afirmação de AMADEU e FRANCO (1989, p. 380) ao dizerem que:

“a versão ‘clássica’ da teoria dos fundos de empréstimos está caracteristicamente identificada com um sistema bancário ‘primitivo’. Nesses modelos o passivo dos

⁸ Segundo CHICK (1993, p. 197): “Talvez seja melhor ver a teoria dos fundos de emprestáveis como uma tentativa de preservar uma perspectiva clássica do juro, do investimento e da poupança, embora adaptando a teoria a uma economia monetária”.

⁹ O que determina a magnitude tanto da poupança quanto do investimento é o nível da taxa de juros reais vigentes na economia. Juros reais elevados estimulam a poupança, elevando sua oferta, e, em contrapartida, desestimulam a tomada de decisões de investimentos ao equiparar a eficiência marginal dos capitais físicos investidos com rentabilidade provenientes de aplicações (ou inversões) financeiras dos mesmos recursos.

bancos não serve como meio de pagamento ... [e que] nessas condições o estoque existente de depósitos nos bancos corresponde a poupanças passadas acumuladas ..., e este estoque varia apenas em função das poupanças correntes”.

Porém, pelas razões acima apontadas, as controvérsias relativas às relações existentes entre investimento, poupança e crédito têm sido identificadas nos últimos tempos com a teoria dos fundos de empréstimos (TFE) e com a teoria da preferência pela liquidez (TPL), analisada a seguir, sendo que as discordâncias teóricas entre ambas resultam do modo como cada uma concebe a determinação da taxa de juros e o papel do sistema financeiro, em geral, e do sistema bancário, em particular, no mecanismo de financiamento do investimento, e, por conseguinte, no crescimento econômico.¹⁰

Na visão “clássica”, também conhecida como versão forte ou mais “primitiva” da teoria dos fundos de empréstimos,¹¹ e denominada também de sistema de crédito puro,¹² os bancos cumprem o papel de repassadores de poupanças para os investidores, sem que sejam capazes de criar liquidez que possa ser destinada ao financiamento dos investimentos. Entretanto, em versões mais modernas da teoria dos fundos de empréstimos, cujas referências seminais são atribuídas a WICKSELL, ROBERTSON e OHLIN, o sistema bancário tem papel mais ativo no financiamento do investimento, fornecendo, além das poupanças captadas junto aos agentes superavitários, também recursos adicionais decorrentes de reservas bancárias constituídas a partir dos depósitos captados e dos recursos obtidos junto ao Banco Central como fontes para financiar investimentos. Nesse sentido, segundo essas versões, já que a demanda por fundos de recursos parte dos investidores, os bancos, aos determinar a oferta de recursos a partir de sua política de empréstimo, podem acomodar as demandas dos investidores variando a oferta de créditos. Daí pode-se perceber que houve alteração na compreensão do papel dos bancos no mecanismo de financiamento do investimento, passando de meros repassadores de poupança à condição de poder criar liquidez e expandir a oferta de recursos para financiar investimentos quando a demanda pelos recursos se alterar. Isso é corroborado por CARVALHO et al. (2000, p. 384), quando afirma que:

¹⁰ OREIRO (1998) apresenta essa questão de forma diferente destacando que a questão central por trás da diferença entre a teoria dos fundos de empréstimos (TFE) e a teoria da preferência pela liquidez (TPL) é “o mecanismo pelo qual as decisões de poupança e investimento influenciam o nível da taxa de juros” (p. 1). Segundo o autor, para a teoria dos fundos de empréstimo esse mecanismo é direto, sendo o resultado da influência da “produtividade do capital” e da “abstinência” (propensão a poupar) sobre a taxa de juros. Contudo, para a teoria da preferência pela liquidez, o mecanismo de transmissão da produtividade do capital e da abstinência sobre a taxa de juros é indireto, através da variação do nível de renda e de emprego. Variações no emprego e na renda implicam em variações concomitantes na demanda transacional de moeda que, dada a oferta de moeda, produzirá variações na taxa de juros. Daí a taxa de juros ser considerada um fenômeno estritamente monetário segundo a TPL, e não real como estabelecia a TFE.

¹¹ Segundo AMADEO e FRANCO (1989, p. 381), essas versões levam à lei de SAY, em que as sementes não consumidas serão plantadas e o papel dos bancos nesta situação é de intermediador da poupança entre os poupadores e os investidores; como toda poupança será investida, o sistema econômico sempre estará em equilíbrio, sem que haja possibilidade de crises econômicas.

¹² Associada basicamente com as proposições de WICKSELL (1986) quando constrói um sistema de crédito puro em que os fluxos financeiros são intermediados pelos bancos entre famílias que distribuem suas riquezas entre depósitos junto aos bancos e compra de títulos das empresas, e empresas que vendem títulos financeiros para os bancos e as famílias. Os bancos, por sua vez, compram títulos das empresas com os depósitos captados junto às famílias.

“Contrariamente à versão do mercado de capitais [visão clássica] ..., os bancos podem interferir na quantidade de fundos emprestáveis disponíveis para o investimento, na medida em que podem criar depósitos e comprar ofertas excedentes de títulos financeiros” (grifos no original).

A possibilidade dos bancos interferirem na oferta de recursos emprestáveis implicou a necessidade de se criar no modelo analítico duas taxas de juros: a natural (r_n) e a de mercado (r_m). A taxa de juros natural corresponde à taxa que equilibra a oferta com a demanda de recursos, enquanto a taxa de juros de mercado é a que efetivamente prevalece no mercado de crédito. Quando os bancos, a partir de suas políticas de empréstimos, alargam ou restringem a oferta de recursos financeiros, ou quando os empresários, a partir de suas expectativas de investimentos, contraem ou expandem seus gastos, a taxa de juros de mercado tende a tornar-se menor ou maior que a taxa natural causando desequilíbrio no mercado de crédito e, por conseguinte, alteração nas condições de financiamento do investimento. Assim, segundo essas abordagens teóricas, o equilíbrio no mercado de crédito depende de duas condições complementares e inter-relacionadas, a saber: (i) a igualdade entre a poupança e investimento *ex ante* e, (ii) a igualdade entre as taxas de juros natural e de mercado. A igualdade entre oferta e demanda de recursos emprestáveis é sempre alcançada na medida em que os bancos passam a ter condições de influir no mercado e acomodar a oferta de crédito, ampliando ou restringindo o volume de recursos que podem disponibilizar aos seus clientes segundo as demandas destes. Quanto à igualdade entre as taxas de juros natural e de mercado, apenas sob condições muito restritas ou por uma feliz coincidência ela seria alcançada. Como as taxas de juros de mercado e natural estão, em última instância, associadas¹³ à rentabilidade dos capitais investidos, e à eficiência marginal (e_m), determinando assim o volume de investimento a ser realizado pelos empresários, podemos dizer que o equilíbrio entre ambas será alcançado apenas quando $r_n = r_m = e_m$. Esta condição da igualdade entre as taxas de juros (natural e de mercado) e a eficiência marginal do capital produtivo representa nada mais do que a equalização dos rendimentos dos diversos ativos entre os quais os agentes podem alocar suas riquezas, estando entre estes ativos, a própria moeda.

O acima exposto é corroborado por STUART (1999, p. 154) quando afirma que:

“A introdução da moeda no esquema neoclássico da teoria dos fundos emprestáveis, portanto, não modifica essencialmente a visão sobre o mercado financeiro como mero intermediador de poupanças”.

Isso requer melhor qualificação na medida em que o aumento da disponibilidade de crédito por parte dos bancos não pode estar ancorado nos depósitos realizados pelos agentes poupadores (famílias), pois se assim fosse a quantidade de títulos que as empresas conseguiriam vender para as famílias e os bancos dependeriam apenas dos excedentes de

¹³ Esta associação decorre do fato de que, segundo a TFE, em equilíbrio os retornos dos capitais se equiparam aos retornos dos ativos monetários, sejam moedas ou títulos, de forma que a eficiência marginal do capital se iguale à taxa de juros. Em situação de desequilíbrio, a eficiência dos fatores torna-se desigual, influenciando sobre a alocação dos recursos realizada pelos agentes.

rendas dos agentes poupadores que escolhem distribuir e manter suas riquezas na forma de títulos e depósitos, sendo estes depósitos aqueles que os bancos utilizam para adquirir títulos das empresas. Assim, o aumento da disponibilidade de crédito para investimento efetuado pelos bancos só pode e deve vir de outra fonte que não as rendas não gastas que as famílias depositam nos bancos. Fica então a questão: de onde vêm esses recursos?

CARVALHO et al. (2000) sugere que esses recursos adicionais advêm do próprio sistema macroeconômico ao sugerir que quando há um aumento do investimento e, por conseguinte, um aumento da demanda por poupança, esse aumento dos recursos investidos traduz-se em aumento da oferta de títulos das empresas para o mercado. Isso é lógico devido ao fato de que uma das formas que as empresas têm de captar recursos é através da colocação de títulos no mercado. O aumento da oferta de títulos emitidos pelas empresas tem como consequência, segundo o autor, a queda no seu preço *spot*, o que equivale a um aumento da taxa de juros desses títulos. Juros mais elevados estimulariam a poupança agregada, que se elevaria em nível adequado para financiar aquele aumento do investimento. Isso equivale a dizer que o aumento da demanda agregada resultante do aumento do investimento é contrabalançado pela queda no consumo, de forma que a demanda nominal não é afetada. Entretanto, o autor não leva em consideração que o aumento da poupança das famílias está associado ao lançamento de novos títulos pelas empresas, o que implica em reconhecer que a poupança é criada após a demanda de crédito (emissão de títulos) ter acontecido para que a queda do preço *spot* ocorra e estimule a poupança. Portanto, existe nesta explicação um problema de *timing* entre a necessidade de crédito (momento da emissão) e a oferta de poupança. Um outro problema com essa resposta é que, mesmo assim, os recursos adicionais são provenientes das poupanças das famílias, não constituindo, portanto, recursos adicionais dos bancos. Assim, mesmo que as versões modernas da teoria dos fundos de empréstimos tenham introduzido a possibilidade de os bancos expandirem os fundos emprestáveis, essas versões deixaram de explicar de forma convincente como os bancos efetuam esse aumento dos recursos. A explicação de maior convencimento para a possibilidade de os bancos expandirem os fundos de empréstimos talvez seja a estabelecida pelo pensamento pós-keynesiano relacionado com o mecanismo *finance-funding* que será analisado a seguir.

Antes, porém, de analisarmos as relações entre crédito e financiamento do investimento no pensamento pós-keynesiano, devemos considerar as contribuições decorrentes das análises relativas ao subdesenvolvimento do mercado financeiro e às assimetrias de informações nos mercados de títulos sobre o mecanismo do financiamento do investimento e suas implicações no que se refere à alocação dos recursos financeiros. Essas contribuições são provenientes do modelo GURLEY-SHAW (GURLEY-SHAW, 1955 e 1960; SHAW, 1973) que estabelece como hipótese que em economias onde o mercado financeiro é incompleto, com gargalos ao longo da cadeia das instituições que o compõe, a intermediação financeira não pode realizar-se de forma eficiente entre agentes poupadores e investidores, resultando implicações para o processo de financiamento do investimento.

Uma última questão a ser considerada, entretanto, é a importante implicação que a capacidade de os bancos influírem na determinação da oferta de recursos para empréstimos tem sobre a política monetária. Sob a hipótese de os bancos influírem na expansão dos recursos emprestáveis, a política monetária sofre influências, passando a ser exercida sob condições muito mais restritivas. Assim, o surgimento de novos produtos e instrumentos financeiros, as chamadas inovações financeiras ocorridas nas décadas de 80 e 90, permite aos bancos terem maior capacidade e agilidade em alterar as condições e o volume da oferta de crédito, o que implica em maior dificuldade para as autoridades monetárias em conduzir e coordenar a política monetária. Isso, entretanto, foge ao escopo deste trabalho e não será aprofundado aqui, deixando-se como sugestão para a agenda da pesquisa na área financeira.

1.2.2.1 O financiamento do investimento em mercados financeiros imperfeitos.

O mecanismo de intermediação financeira, analisado sob o ponto de vista do recorte analítico da teoria dos fundos emprestáveis, pode ser interpretado como um processo de maximização intertemporal da utilidade dos agentes econômicos: de um lado, poupadores maximizam suas preferências em termos de rendas presentes e futuras e, de outro, investidores maximizam seus ganhos em termos dos rendimentos presentes e futuros proporcionados pelos bens de capitais investidos. Isso, entretanto, tem a possibilidade de ocorrer se, e somente se, o mercado financeiro operar em condições de concorrência perfeita, o que garante máxima eficiência na alocação dos recursos entre agentes superavitários e deficitários. Contudo, ainda assim podem ocorrer erros nas informações, tanto dos poupadores quanto dos investidores, que podem levar a uma má alocação dos recursos, mesmo que esta alocação seja realizada através de uma estrutura de intermediação financeira concorrencial que opere em máxima eficiência, tornando mais difícil que as preferências intertemporais sejam maximizadas.¹⁴ Fica evidente, portanto, que uma economia em que o mercado financeiro não se estrutura e se comporta como mercado de concorrência, a alocação dos recursos disponíveis para financiar investimentos sofre alterações. A alocação eficiente da poupança agregada requer que os intermediários financeiros tenham perfeito conhecimento sobre as condições em que os poupadores querem alocar seus recursos além de conhecer plenamente as condições em que os investidores estariam dispostos a tomar recursos emprestados. Portanto, um sistema de intermediação financeira que proporcione máxima eficiência na alocação de recursos só pode ocorrer sob condições muito restritas de funcionamento do mercado financeiro e sem a possibilidade de ocorrência de erro nas informações dos agentes econômicos.

GURLEY-SHAW (1960) irão destacar que em uma economia monetária moderna, à medida que a renda cresce além dos recursos poupados crescerem em proporção à renda, também aumenta a demanda por ativos financeiros com prazos, rentabilidade e risco diferenciados; ou seja, diversifica-se o perfil dos títulos negociados nos mercados

¹⁴ Conforme CARVALHO (2000, p. 388), “um mercado financeiro eficiente, no sentido neoclássico, é um mercado competitivo onde há plena distribuição de informações entre poupadores, investidores produtivos e intermediários financeiros”. (destaque no original). Entretanto, a eficiência no mercado financeiro é estabelecida, segundo o pensamento neoclássico, pelos preços relativos de capital (juros) em relação aos outros bens e serviços disponíveis.

financeiros. Os agentes poupadores passarão a demandar ativos financeiros com diferentes perfis de vencimentos, desde ativos de curtíssimos prazos até títulos de longos prazos, inclusive ações que não têm prazos de vencimentos. Os investidores, por sua vez, têm diversas necessidades de financiamento, desde o financiamento de bens duráveis e capitais de giro de curto prazo, até financiamento de capital fixo produtivo no longo prazo. O casamento dos prazos das posições ativas dos poupadores e das posições passivas dos investidores (tomadores de empréstimos) no processo de intermediação, diante da diversificação da demanda por títulos e das especificidades da demanda por recursos financeiros, só será realizado de forma eficiente por meio de um sistema financeiro estruturado e desenvolvido; caso contrário, o casamento dos prazos dos ativos e passivos pode não ser bem coordenado, implicando em ineficiência na alocação dos recursos financeiros.

Assim, se a economia está provida de um sistema financeiro completo, sem gargalos e tendo acesso pleno às informações sobre ofertantes e demandantes de recursos, isso possibilitará não só condições e liquidez adequadas, mas também atratividade, tanto para novos títulos lançados no mercado primário quanto para os títulos antigos negociados no mercado secundário. Dessa forma, há uma maior capacidade das empresas inversoras em obterem recursos de terceiros, necessários para financiar os investimentos planejados. No entanto, em economia onde o mercado financeiro é imperfeito e funciona sob condições de informações não perfeitas, ou seja, em economias onde não há, ou é muito pequena, a existência de instituições financeiras e mercados especializados na negociação de títulos financeiros com distintos prazos de vencimentos na qual ocorrem falhas na intermediação entre poupadores e investidores – fatores que ocorrem sobremaneira nas economias em desenvolvimento – as condições dos poupadores diversificarem suas aplicações dos recursos, sobretudo em direção a títulos financeiros de prazos mais longos, tornam-se mais restritas. Isso tem implicações do ponto de vista do financiamento do investimento, pois pode implicar em dificuldades para as firmas inversoras obterem recursos para financiar investimento, dado a dificuldade de negociar novos títulos e ações nos mercados de capitais. Segundo CARVALHO (2000, p. 391):

“Isso significa que a eficiência do sistema financeiro passa também a ser condicionada ao desenvolvimento de instituições apropriadas para que os poupadores possam exercer sua[s] demanda[s] por diversificação[ções], e para que os investidores possam ter acesso a fontes de financiamento de acordo com suas necessidades”.

Assim, podemos perceber que o financiamento através dos recursos de terceiros intermediado pelo sistema financeiro depende, conforme destacado acima, das decisões intertemporais dos agentes poupadores em alocar suas riquezas em termos de consumo presente e futuro. Mas essa decisão está condicionada, por estar circunscrita, segundo o modelo GURLEY-SHAW, à eficiência do sistema de intermediação. Se, por hipótese, não há instituições especializadas na intermediação de títulos de longo prazo, o financiamento da compra de ativos fixos, a partir de recursos de terceiros alavancados junto aos mercados de capitais, torna-se mais difícil nesse caso. De outra forma, isso deixa evidente que, nas economias que carecem de uma estrutura organizacional

financeira apropriada e adequada, o financiamento do investimento baseado nos recursos de terceiros apresenta um grau maior de dificuldade, o que implica em pressões sobre preços e margens de lucros das empresas como forma de gerar recursos que garanta o financiamento do investimento a partir dos recursos próprios, acumulados através dos lucros e reservas.

1.2.2.2 Assimetria de informações, eficiência na alocação de recursos e financiamento do investimento.

Além da questão da eficiência alocativa relacionada, de um lado, à demanda diversificada de títulos financeiros com diversos prazos de maturidade dos agentes poupadores e, de outro, às diferentes necessidades de financiamento dos agentes investidores, tem-se a questão das informações veiculadas na relação entre poupadores, investidores e instituições financeiras. Os modelos convencionais, ao estabelecerem o mecanismo de intermediação como sendo processo de maximização intertemporal de rendimentos e retornos, estabelecem também que tanto ofertantes quanto demandantes de fundos possuem informações completas sobre o funcionamento dos mercados de capitais, de forma a não haver problemas alocativos dos fundos de empréstimos de longos prazos, não havendo, portanto, racionamento de crédito decorrente de falhas nas informações veiculadas, de um lado, entre ofertantes e demandantes de recursos financeiros e, de outro, entre esses agentes e os intermediários financeiros. No entanto, em uma economia monetária moderna, com o aumento do número de agentes poupadores e investidores e de instituições de intermediação financeira, podem surgir dificuldades de coordenar a alocação dos fundos emprestáveis, decorrentes de falhas na distribuição de informações. Assim, assimetrias de informações, decorrente da seleção adversa e do risco moral, podem introduzir ineficiência nos mercados financeiros, racionando o mercado de crédito. Logo, por deficiência nas informações sobre os riscos envolvidos nos projetos de investimentos, e por incapacidade dos fornecedores de crédito em avaliar de forma correta as condições dos tomadores de empréstimos em liquidar suas dívidas, os intermediários financeiros tenderiam repassar recursos à taxa de juros mais elevada, para os quais concorrerão os projetos de maior risco. De outra parte, os recursos tomados emprestados pelos investidores poderão não ser aplicados nos projetos para os quais foram solicitados.¹⁵ Como conseqüência,

*“Para evitar problemas advindos de seleção adversa e risco moral, a solução racional do prestador é impor **taxas de juros menores** do que a taxa de equilíbrio [que prevaleceria] no mercado de capitais e **racionar crédito**. Além de gerar um problema de distorção alocativa, também resulta em uma oferta de crédito menor do que a potencial” (CARVALHO, 2000, p. 392) (grifos no original).*

¹⁵ O problema da seleção adversa resulta de assimetrias de informações antes de os empréstimos serem realizados. Nesse caso, os bancos, na relutância de não selecionar clientes mal pagadores, acabam selecionando projetos de maior risco. Já o problema do risco moral é causado após o empréstimo ser realizado, uma vez que os tomadores poderão fazer uso diferenciado dos recursos para o qual foi solicitado.

Os problemas decorrentes da ineficiência nos mercados financeiros e das falhas na intermediação entre poupadores e investidores podem resultar em dificuldades para o mecanismo de financiamento do investimento através de recursos externos, impondo restrições sobre a capacidade de as firmas financiarem seus projetos de expansão da capacidade produtiva. Nesse sentido, em economias em desenvolvimento onde a estrutura dos mercados financeiros ainda se encontra em evolução, o financiamento do investimento depende muito dos recursos que as empresas possam acumular através dos lucros gerados com a atividade produtiva. As empresas passam então a depender de suas políticas de preços, políticas que são dependentes, de um lado, da capacidade das empresas de influírem discricionariamente sobre a determinação do *mark up* e, de outro, da dinâmica concorrencial do mercado o qual a empresa pertence, como será visto no capítulo 2 deste trabalho. Antes, porém, será realizada análise das contribuições da teoria da carteira de portfólio para o financiamento do investimento.

1.2.3 A teoria da carteira de portfólio e o financiamento do investimento.

Após a publicação do *Treatise on Money* e da *Teoria Geral* de KEYNES, a teoria monetária convencional convergiu para a teoria dos fundos de empréstimos através da síntese neoclássica hickisiana e da teoria da escolha do portfólio de TOBIN. A síntese neoclássica pode ser analisada, sobretudo, a partir das contribuições de HICKS ao travar diálogo com KEYNES, após a publicação da sua obra mais influente.

Apesar das diferenças quanto ao método analítico,¹⁶ HICKS e KEYNES apresentam pontos de tangência, sobretudo no que se refere às insatisfações em relação às condições estabelecidas pelas abordagens neoclássicas para que a economia atingisse o estado de equilíbrio. Este era alcançado a um custo altíssimo do ponto de vista do rigor analítico, consistindo em “eliminar da teoria qualquer representação realista dos problemas colocados pela passagem do tempo” (SILVA, 1997, p. 131). HICKS, assim como KEYNES, procurava romper com a tradição teórica neoclássica que partia da hipótese de que a economia está sempre, ou caminha para, um estado estacionário, onde o futuro é reprodução do passado. Para ambos, fora do estado estacionário alcançado apenas em condições muito específicas de equilíbrio no mercado de trabalho, as decisões dos agentes são afetadas por suas expectativas. Nesse sentido, assim como KEYNES,

“Hicks procurava desenvolver uma teoria na qual os agentes econômicos deveriam decidir, no presente, tomando em conta um passado irrevogável e um futuro acerca do qual deveriam formular hipóteses que poderiam revelar-se completamente equivocadas” (SILVA, 1997, p. 131).¹⁷

¹⁶ Segundo SILVA (1997, p. 131), enquanto KEYNES, por ser um membro expoente da Escola de Cambridge, “era um herdeiro da tradição marshalliana de equilíbrio parcial” predominante naquela instituição, HICKS, por sua vez, “trabalhava com base na outra grande vertente neoclássica, a do equilíbrio geral walrasiano”.

¹⁷ Além do caráter irrevogável do passado, DAVIDSON (2003) destaca o caráter não-ergódico das decisões tomadas no passado. Segundo ele, “a teoria econômica dominante não seguiu a revolucionária análise lógica de Keynes” em que “contratos são feitos em termos de moeda, numa economia **movendo-se de um irrevogável passado para um futuro incerto e não-ergódico**” (p. 23) (grifos nossos).

Por sua vez, TOBIN (1985), a partir da construção de um modelo teórico de equilíbrio geral e da substituição do conceito keynesiano de preferência por liquidez pelo conceito de risco, estabelece que as propensões dos agentes ao risco possam ser determinadas, possibilitando assim a determinação da alocação das poupanças dos indivíduos e a composição da carteira de portfólio, na qual podem constar desde ativos mais líquidos como, por exemplo, moeda, até ativos menos líquidos (bens físicos). Além disso, à medida que há alterações nas percepções dos indivíduos quanto aos riscos associados a cada um dos ativos que compõem a carteira de portfólio, há uma mudança na sua composição. Alterações na taxas de juros, ou nos rendimentos associados a cada ativo da carteira, também podem levar a alterações no portfólio. Disso pode-se concluir que, para que a política monetária seja eficaz, é preciso que tenha condições de causar alterações nas percepções dos indivíduos quanto ao retorno sobre a moeda, forçando-os a alterar seus portfólios, trocando moeda por ativos de capital. Isso implica em dizer que a eficácia da política monetária, dentro da perspectiva analítica tobiana, é dependente das hipóteses sobre a formação das expectativas dos agentes, se racionais ou adaptativas, e sobre o grau e a efetividade de substitutibilidade entre os ativos, assim como do comportamento dos agentes frente a alterações no risco relacionado a cada um dos ativos que compõe o portfólio.

Do acima exposto podemos concluir que a síntese neoclássica, assim como as abordagens da carteira de portfólio, são recortes analíticos refinados da visão desenvolvida pelos economistas clássicos de que o investimento requer poupança prévia para financiá-lo e de que o papel do sistema financeiro constitui-se em apenas intermediar recursos dos agentes poupadores, sobretudo do setor família, para o setor inversor, composto basicamente por empresas. Os recursos financeiros acumulados através de ativos que compõem a carteira de portfólio constituem-se em recursos poupados, sendo aquela um meio de se manterem os recursos excedentes sobre a renda. Dessa forma, esse recurso analítico em nada difere da abordagem clássica que pressuponha que, para que houvesse investimentos, seria necessária a existência de recursos previamente poupados. A análise da carteira de portfólio de TOBIN possibilita apenas mais uma forma de se entender como os recursos poupados pelos agentes superavitários são mantidos até que alcancem volume suficiente requerido pelos projetos de investimentos, os quais as firmas devem levar a termo. A carteira de portfólio seria uma alternativa ou um substituto aos depósitos a prazo e outras formas de manter e transferir recursos de um período para outro no futuro possibilitando ainda algum rendimento, como são os dividendos e os ganhos de capital provenientes da valorização dos ativos que compõem a carteira.

Nessa perspectiva, o financiamento das possibilidades de expansão da produção que as empresas e a economia como um todo encontram são circunscritas pelo volume de recursos que os indivíduos tenham poupado e acumulado previamente. Entretanto, KEYNES foi o primeiro autor a destacar a importância teórica da distinção entre os atos de poupar e de investir e suas possíveis conseqüências no que se refere à diferença entre os volumes planejados e efetivados de poupança e investimento. *Ex post*, poupança e investimento sempre serão iguais em magnitudes; contudo, *ex ante*, no plano das decisões do planejado, que é executado por agentes diferentes – poupadores e investidores –

movidos por razões diferentes, poupança e investimento podem não ser coincidentes em termos de decisões. Isto nos remete a analisar a teoria keynesiana do financiamento do investimento o que será realizado na seção seguinte. Isso, por sua vez, coloca a necessidade de se analisar a teoria keynesiana do investimento focada na teoria da preferência da liquidez e no circuito *finance-funding*, o que será realizado na seção seguinte.

1.3 A teoria keynesiana do financiamento do investimento.

1.3.1 A teoria da preferência pela liquidez.

O investimento em uma economia monetária de produção é o elo de ligação entre a dimensão real da produção – na medida em que produzir requer, de um lado, a aquisição de matérias-primas, insumos, mão-de-obra e bens de capital e, de outro, a expansão da capacidade produtiva com o aumento do estoque de capital fixo – e a dimensão financeira, pois a aquisição dos meios de produção, além de máquinas e equipamentos para ampliar a capacidade produtiva, envolve a necessidade de recursos financeiros líquidos, os quais as empresas devem prover de alguma forma. Daí a necessidade de uma análise do mecanismo do financiamento do investimento que possibilite a ligação entre o fenômeno real produtivo e o fenômeno monetário. As origens embrionárias dessa análise podem ser buscadas na teoria da preferência por liquidez de KEYNES e no circuito *finance-investimento-poupança-funding*.

Uma teoria alternativa à visão convencional sobre o mecanismo do financiamento do investimento foi estruturada por KEYNES (1985) a partir da teoria da preferência por liquidez. Segundo o autor, a taxa de juros não é o fator que equilibra oferta e demanda de fundos para empréstimos, mas o fator que determina o equilíbrio entre oferta e demanda por moeda, constituindo-se, portanto, um fenômeno eminentemente monetário.¹⁸

Para KEYNES, os agentes demandam moeda devido às suas características de risco e rentabilidade, uma vez que a posse de moeda, ou sua liquidez, proporciona tranquilidade quanto à incerteza decorrente do futuro.¹⁹ Por isso os agentes demandam moeda para transação, precaução e especulação. O motivo transação está relacionado o descasamento entre os fluxos de receitas de vendas e rendas e os fluxos de gastos produtivos (matérias-primas, insumos e mão-de-obra) e gastos de consumo das empresas e famílias, respectivamente. Já a retenção de moeda decorrente do motivo precaução tem como razão básica gastos imprevistos que possam ocorrer.

¹⁸ Nas palavras de KEYNES (1985, p. 122) “A taxa de juros não é o ‘preço’ que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o ‘preço’ mediante o qual o desejo de manter riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível”.

¹⁹ A moeda é considerada por KEYNES como os ativos de liquidez por excelência, devido às características que a distingue dos outros bens e serviços, que é a de possuir elasticidade-produção e elasticidade-substituição negligenciáveis, ou próxima de zero. Isso significa dizer que a moeda não pode ser produzida quando seu valor (taxa de juros) está alto, tampouco ser substituído por outros bens e serviços quando seu valor está baixo.

A demanda por moeda (liquidez) devido ao motivo transação está relacionada à taxa de juros dos ativos financeiros em que os agentes mantêm suas riquezas financeiras. Diante das expectativas de que os preços desses ativos irão cair no futuro, os agentes preferirão permutá-los por moeda, aumentando a demanda por liquidez. Ao contrário, diante de expectativas de aumento de preços dos ativos financeiros, os agentes irão permutar moeda por títulos, diminuindo a demanda por liquidez.

Após a publicação da *Teoria Geral*, KEYNES reconheceu outro componente da demanda de moeda, que se constitui no motivo *finance*, conforme o debate acima referido entre KEYNES e OHLIN. Nesse debate KEYNES faz *mea culpa* ao reconhecer que o investimento planejado – isto é, investimento *ex ante* – requer desembolsos de recursos financeiros que podem ser supridos ou “pelo mercado de novas emissões de ações ou pelos bancos”. (KEYNES, 1988a, p. 322). Se por meio de emissões ou pelos bancos, na forma de crédito, isso não faz diferença para KEYNES. Porém, segundo o autor, é necessário não haver confusão quanto ao conceito de crédito, o que levou OHLIN a incorrer em imprecisões teóricas e recomendações de políticas cujos resultados foram catastróficos, como pode ser visto na seguinte passagem:

“Por ‘crédito’ o Prof. Ohlin quer dizer a oferta total de empréstimos, de todas as fontes. Mas outros autores querem dizer com isso a oferta de empréstimos bancários. Ora, conquanto alterações na quantidade de empréstimos bancários possam, sob certas condições, ser iguais às alterações na quantidade de dinheiro bancário, à semelhança dessa situação, também relativamente à minha teoria, seria apenas superficial, porque se refere a mudanças na **demanda de empréstimos tomados aos bancos**, enquanto minha preocupação é com as mudanças na **demanda de dinheiro**”. (KEYNES, 1988a, p. 321) (grifos no original)

Essa demanda por dinheiro é temporária e ocorre no momento da decisão de investir, ou seja, *antes* que o investimento seja de fato colocado em prática. O investimento planejado – *ex ante*, na terminologia de OHLIN – pode precisar garantir sua *provisão financeira* antes que seja efetivado, ou seja, antes que a poupança correspondente se processe (KEYNES, 1988a). É essa provisão financeira que KEYNES chama de *finance*,²⁰ constituindo-se em uma fonte temporária de demanda de dinheiro.

A preferência por liquidez irá determinar, junto com a oferta de moeda, que segundo KEYNES é resultante da política bancária de crédito, o nível da taxa de juros. Os juros vigentes irão determinar, juntamente com as produtividades marginais dos capitais produtivos, o volume de investimento a ser realizado em determinado período. Resta, entretanto, saber como os investidores encontrarão recursos financeiros para financiar esse volume de investimento. Isso será objeto de análise sobre o circuito *finance-funding* a seguir. Antes, porém, dado que a preferência pela liquidez e a taxa de juros estão

²⁰ Nas palavras de KEYNES (1988a, p. 321): “vamos chamar essa provisão antecipada de dinheiro de ‘financiamento’ [finance] requerido para as decisões correntes de investir. Nesse sentido, o financiamento para investimento é, certamente, apenas um caso especial de do financiamento exigido por qualquer processo produtivo, mas, uma vez que está sujeito a flutuações especiais próprias, eu deveria (acho agora) ter-lhe dado ênfase, quando analisei as diversas fontes da demanda de dinheiro”.

estritamente relacionadas com o investimento, e dado que o *finance* é algo completamente diverso da poupança, devemos aprofundar nossa análise sobre as diferenças entre os conceitos de poupança e *finance* e sobre as relações entre a preferência por liquidez, taxa de juros e financiamento do investimento segundo o pensamento keynesiano, objeto de investigação das sessões seguintes.

1.3.2 Diferenças entre poupança e *finance*.

A teoria econômica keynesiana sobre a determinação na taxa de juros não ficou ileso de críticas. Talvez uma das críticas mais importantes tenha sido realizada por OHLIN (1937a, 1937b) ao destacar que KEYNES deixou de considerar que a taxa de juros depende da oferta e procura por novos créditos decorrentes da oferta de poupança *ex ante* e do volume de investimento planejado. Dessa perspectiva, conforme LIMA (2003, p. 331), “seria a taxa de juros que determinaria a variação no desejo de os indivíduos suprirem crédito”. Nesse debate com OHLIN e outros representantes do pensamento neoclássico como PIGOU, ROBERTSON (1937a, 1937b) e HAWTREY nas páginas do *Economic Journal* após a publicação da *Teoria Geral* (CARNEIRO, 1997; IPEA, 1992 e KEYNES, 1984),²¹ KEYNES reconheceu que não tinha considerado a demanda por dinheiro como pré-condição para o investimento e, ao reconhecer isso, constata que tal demanda por crédito novo pode exercer pressões sobre a taxa de juros, tendo em vista ter considerado oferta de moeda dada ou controlada pelas autoridades monetárias. Para KEYNES, mesmo que os bancos tenham condições e sejam capazes de expandir a oferta de dinheiro para empréstimos, estariam limitados, por um lado, pela aversão ao risco de expor de forma excessiva seu ativo financeiro frente ao passivo financeiro acumulado e, de outro, pelo controle que as autoridades monetárias teriam sobre as ações bancárias de expansão do crédito via instrumentos de política monetária e normas regulatórias, tais como juros, compulsórios e reservas contingenciais.

Diante desse cenário, LIMA (2003) se pergunta se KEYNES, ao reconhecer a demanda por dinheiro novo (demanda por crédito), não estaria se aproximando do pensamento clássico, para o qual a taxa de juros é determinada, por um lado, pelo fluxo de fundos (poupança) e, por outro, pela demanda desses fundos. A resposta a essa questão está relacionada ao motivo *finance*, que constitui um quarto motivo de demanda por moeda, além dos motivos delineados na *Teoria Geral*, tais como transação, especulação e precaução. Esse quarto motivo (*finance*) está relacionado diretamente à demanda de dinheiro efetuada basicamente por empresas que se encontram diante de possibilidades reais de execução de projetos rentáveis de investimentos, mas que não possuem recursos financeiros acumulados²² em volume suficientemente capaz de financiar os gastos com a expansão da capacidade produtiva.

²¹ Este debate foi reproduzido de forma quase que integral nas páginas da **Revista Literatura Econômica** durante os anos de 1983 a 1987, posteriormente republicado em conjunto em publicação do IPEA intitulada **Clássicos da Literatura Econômica** em 1992.

²² MINSKY (1986) irá desenvolver esses argumentos relacionando a capacidade das empresas de efetuar os pagamentos dos recursos tomados de empréstimos junto aos bancos a partir dos fluxos provenientes dos novos recursos investidos provenientes daqueles empréstimos e estabelecer uma tipologia de empresas a partir do conceito de fragilidade financeira. Nesse sentido, as empresas são classificadas em *hedge*, *especulative* e *ponzi*, categorias que serão analisadas oportunamente neste trabalho.

De outra forma, diferentemente dos argumentos apresentados por LIMA, a resposta também pode ser encontrada no próprio KEYNES quando afirma compreender que “o montante da poupança *ex ante*, em qualquer período, depende das decisões subjetivas feitas durante aquele período para tornar objetiva a poupança proveniente da renda que será obtida posteriormente” (1988b, p. 335). Com isso, KEYNES quer dizer que a poupança *ex ante* nada mais é do que uma intenção dos agentes em poupar, e que, por isso, ela não constitui algo objetivo, mas sim uma intenção, sendo, portanto, uma decisão de caráter subjetivo, podendo ou não ser efetivada, desde que as previsões de rendas e de gastos dos agentes não se confirmem. Caso ocorram alterações tanto nas rendas prospectivas quanto nos gastos planejados dos agentes, haverá alterações no volume de poupança que os agentes a princípio e de forma subjetiva estariam desejosos de efetuar. Portanto, podemos dizer que poupança *ex ante* não se constitui em poupança efetiva, capaz de determinar a taxa de juros. KEYNES vai além ao dizer que “o montante de investimento *ex ante* depende das decisões subjetivas de investir, que subsequente se tornarão efetivas” (1988b, p. 335). Assim como a poupança *ex ante*, o investimento *ex ante* nada mais é do que intenção de investir, ou seja, investimento planejado, e nada garante que será efetivado, porque entre o projeto e sua execução existe um longo caminho e a ser percorrido e um lapso de tempo durante o qual os cálculos dos empresários podem sofrer profundas modificações.

No entanto, apesar de a poupança e o investimento, *ex ante*, existirem nos planos subjetivos dos agentes, KEYNES deixa claro que, diferentemente da poupança *ex ante*, o investimento *ex ante* constitui algo importante do ponto de vista do sistema econômico. Isso fica evidente quando KEYNES afirma que:

“O investimento ex ante é um fenômeno importante, genuíno, na medida em que decisões têm que ser tomadas e o crédito ou o financiamento [crédito solicitado no intervalo entre o planejamento e a execução] fornecido bem antes do processo de investimento, embora a soma de crédito inicial requerido não seja necessariamente igual ao montante do investimento que é projetado. Não há, porém, essa necessidade de que as pessoas decidam, ao mesmo tempo em que os empresários tomam suas decisões de investimento, quanto de sua renda futura irão poupar” (1988b, p. 335-6)

Mesmo que poupança e investimento *ex ante* estejam ambos em planos subjetivos, nada garantindo que serão efetivados, KEYNES destaca o investimento *ex ante*, passando a analisá-lo, deixando de lado a poupança *ex ante*. Isso pode ser explicado pelo fato de que para KEYNES o investimento *ex ante* resulta em decisões que terão implicações para o sistema econômico, diferentemente da poupança *ex ante* que, além de estar em planos subjetivos, constitui-se em variável residual.²³ Os indivíduos decidem quanto gastar das rendas prospectivas, não quanto poupar da renda que irão receber. Se KEYNES passasse a analisar as decisões de poupança *ex ante*, esta deixaria de ser uma variável residual para se

²³ Os agentes econômicos decidem quanto gastar de suas rendas. Estas decisões fazem com que a poupança seja definida como algo residual decorrente da diferença entre rendas auferidas e gastos efetivos.

tornar variável chave em seu sistema econômico. Estando a poupança *ex ante* em plano subjetivo, e sendo dependente tanto da escala de renda prospectiva quanto do gasto em consumo dos agentes, dificilmente o autor iria dedicar tempo em sua análise, pois ela tinha pouca importância para seu sistema econômico. Essa afirmação pode ser reforçada pelo fato de que a própria poupança efetiva, a poupança *ex post*, realizada pelos agentes superavitários, não se constitui em elemento fundamental para a determinação do sistema econômico keynesiano, até porque KEYNES apenas afirma que seu valor efetivo é igual ao investimento *ex post*. Ou seja, se sobre a poupança *ex post* (efetiva) KEYNES apenas destaca que sua magnitude é igual ao valor dos investimentos *ex post*, por que iria despendar massa crítica sobre uma variável que é antes de tudo incerta e residual: a poupança *ex ante*?

O fato de que a poupança *ex ante* não pode ser elemento determinante da taxa de juros enquanto fator determinante da oferta de crédito novo, como propunha OHLIN, fica claro em KEYNES, quando afirma que “o poupador *ex ante* não tem dinheiro, mas é dinheiro que o investidor *ex ante* requer” (1988b, p. 337). Então, se o poupador *ex ante*, aquele que tomaria decisão de poupar, não tem dinheiro e, além disso, o volume de poupança depende das rendas prospectivas e dos níveis de gastos em consumo (efetivar poupança), que importância teria a poupança *ex ante* para o sistema econômico? É por isso que KEYNES passa a ignorar em suas análises a poupança *ex ante*, debruçando-se sobre o investimento *ex ante*. Este, sim, tem implicações claras para o sistema econômico na medida em que implica em demanda por créditos novos para financiar investimento. A importância do investimento *ex ante* fica destacada em KEYNES quando afirma que:

“o financiamento necessário durante o interregno entre a intenção de investir e sua concretização é principalmente oferecido pelos especialistas, em particular pelos bancos, que organizam e administram um fundo rotativo de recursos líquidos” (1988b, p. 337).

Quando OHLIN (1937b) faz a taxa de juros depender da oferta de poupança *ex ante* e da demanda de novos créditos para investimento, está supondo que a poupança *ex ante* constitui-se em algo já realizado e determinado, quando na verdade não passa de intenções dos agentes, estando em planos subjetivos e dependendo da renda que os mesmos auferirão no futuro, bem como do volume de gastos que realizarão em relação à renda. É por essas razões que KEYNES jamais considerou a poupança *ex ante* como variável econômica importante, diferentemente do investimento *ex ante* que, durante o interregno entre a intenção de investir e sua concretização, tem efeitos sobre a liquidez do sistema econômico, mas não determina taxa de juros. KEYNES deixa isso de forma explícita ao dialogar com OHLIN, quando afirma que:

“Durante o interregno – e apenas durante esse período – entre a data em que o empresário consegue seus recursos e aquela em que realmente faz o investimento, há uma demanda adicional por liquidez sem que, por enquanto, qualquer oferta nova de liquidez necessariamente se manifeste” (1988b, p. 337),

e seguir afirmando que:

“O Prof. Ohlin parece estar sugerindo que esta oferta de recursos líquidos aparecerá emanando daqueles indivíduos que tencionam poupar em alguma data futura” (1988b, p. 337) (grifos nossos).

OHLIN não se apercebeu da indefinição teórica posta pela questão decorrente de como poupar, no presente, parte de algo que será auferido no futuro, sobre as quais não se tem certeza uma vez que a renda agregada depende do nível da atividade econômica e do emprego na economia. Assim, podemos concluir que KEYNES além de não considerar poupança *ex ante* como fator determinante da taxa de juros, como pressupunha o pensamento ortodoxo e conforme sugeria OHLIN, também não considera poupança *ex ante*, tampouco a *ex post*, como variável do sistema, ou seja, ela é uma variável destituída de qualquer significado econômico, fazendo com que não tenha qualquer atribuição quanto à determinação do nível de atividade econômica, da renda e do emprego.

O financiamento do investimento constitui-se, segundo KEYNES (1988b), em um “fundo rotativo” e não emprega poupança. O financiamento utilizado pelo empresário entre o momento que encontra os recursos líquidos de que necessita e a realização dos gastos efetivos com novos recursos produtivos, ou seja, durante o interregno entre a tomada da decisão e a sua efetivação, é “apenas uma transação contábil” (1988b, p. 339), necessariamente auto-liquidável para o setor bancário como um todo. A suposta redução da liquidez, ou falta de liquidez, resultante do aumento da demanda de créditos novos pelos empresários que estão investindo é imediatamente reposta à medida que os próprios empresários efetuam pagamentos pelos recursos produtivos que adquiriram, liquidando assim suas dívidas. Desse modo, tomando o sistema bancário como um todo, se bancos estão sendo sacados e se tornando menos líquidos com as concessões de empréstimos, outros estão sendo depositados pelos agentes que vendem os recursos produtivos aos empresários investidores, tornando-se, portanto, mais líquidos. A redução na liquidez de uns é imediatamente recomposta pelo aumento na liquidez de outros, recompondo o grau de liquidez do sistema econômico.

Dessa perspectiva analítica, o financiamento do investimento ocorre de forma independente da oferta prévia de poupança, mas dependente de “fundo rotativo de recursos líquidos” disponibilizados pelos agentes financeiros. Isso leva KEYNES admitir que “o financiamento é totalmente fornecido pelos bancos durante o interregno” (1987, p. 338), e que, ao se considerar o financiamento como um fundo rotativo,

“Em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos pelo investimento ex ante corrente é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento ex post corrente”, e “quando o fluxo de investimento se mantém constante, de modo que o fluxo de investimento ex ante é igual ao fluxo de investimento ex post, sua totalidade pode ser fornecida dessa forma sem qualquer mudança na posição da liquidez” (1988b, p. 338).

Somente quando a taxa de investimento *ex ante* não coincide com a taxa de investimento *ex post* há alteração na posição de liquidez na economia. Segundo KEYNES

(1988b), a demanda por liquidez pode ser dividida em ativa e inativa. A demanda ativa “depende das escalas correntes e planejadas de atividades” (p. 339), enquanto a demanda inativa “depende do grau de confiança do detentor inativo de títulos e ativos” (p. 340). A oferta de liquidez, por sua vez, “depende dos termos em que os bancos estão preparados para se tornarem mais ou menos líquidos” (p. 340).²⁴

Isso leva KEYNES a estabelecer que, dado o estado de expectativa dos agentes, tanto a demanda ativa quanto a passiva depende da taxa de juros. Quanto à oferta de liquidez, esta algumas vezes pode depender da taxa de juros, mas na maioria das vezes “o sistema bancário pode ter em mira a ordenação quantitativa do dinheiro, sem muita preocupação com a taxa [de juros]” (1988b, p. 340). Assim, fica implícito na abordagem keynesiana que na maioria das vezes os bancos fornecem ou não crédito, não em decorrência das avaliações que fazem quanto à taxa de juros vigente, mas em função de sua política de crédito relacionada ao risco de inadimplência e de comprometimento de sua estrutura ativa diante de sua estrutura passiva.

Quanto à influência da taxa de juros sobre a demanda de crédito ou liquidez, devemos ter em mente que, para KEYNES, as decisões de investir – portanto, de tomar empréstimo e efetuar gastos produtivos – dependem da eficiência marginal ser igual ou superior à taxa de juros vigente, definindo assim a escala de investimentos que apresentam rentabilidade. Alterações nos níveis da taxa de juros vigente provocam efeitos contrários no volume de investimento que os empresários estarão desejosos de realizar, com implicações sobre o volume de crédito a ser tomado pelos investidores e, por conseqüência, sobre a demanda de liquidez. Portanto, diferentemente do pensamento ortodoxo, para o qual a taxa de juros é o fator real que determina os volumes de recursos poupados e demandados para financiar investimentos, sendo ela própria determinada pela igualdade na magnitude destas duas variáveis, KEYNES chega a conclusão de que:

“dados o estado de expectativa do público e a política dos bancos, a taxa de juros é aquela segundo a qual a demanda e a oferta de recursos líquidos se equilibram. A poupança de maneira alguma faz parte desse quadro.” ... “O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança.” (1988b, p. 340) (grifos nossos).

Do que foi discutido até aqui podemos ver que o investimento não sofre restrições em seu mecanismo de financiamento do ponto de vista do volume e da taxa de recursos que são poupados, pois para KEYNES o investimento independe da existência de poupança previa para financiá-lo, conforme determinava a abordagem teórica convencional da qual mesmo OHLIN não conseguiu se libertar, apesar de todo esforço

²⁴ A oferta de liquidez ou de crédito novo, segundo a abordagem analítica pós-keynesiana, depende da política bancária de expansão do crédito, estando relacionada, de um lado, com o grau de exposição que as firmas bancárias estariam dispostas a incorrer diante do risco de inadimplência dos clientes tomadores de empréstimos e, de outro, com as características das estruturas dos passivos e dos ativos bancários. Para uma análise sobre a teoria da firma bancária, ver PAULA (1999). Para uma análise sobre a teoria neoclássica e sobre a teoria keynesiana da firma bancária, ver CARVALHO [et al.], 2000.

realizado por KEYNES no sentido de mostrar que o sistema econômico move-se em dinâmica pouco diferente da interpretação hegemônica que predominava à época. Um destes frutos pode ser visto através das relações entre liquidez, juros e financiamento, objeto de análise da seção seguinte.

1.3.3 Preferência por liquidez, taxa de juros e financiamento no pensamento pós-keynesiano.

Quando as decisões de investir estão crescendo no tempo, as “provisões financeiras” extras requeridas pelo maior volume de investimento, conforme acima destacado, podem ficar além das disponibilidades dos fundos rotativos bancários disponíveis para empréstimos. Isso ocorre, segundo KEYNES (1988a), porque a demanda de recursos devido ao motivo *finance* constitui-se em uma “especialíssima demanda de dinheiro”, estando ainda “sujeita a flutuações especiais próprias”. Entretanto, esse aumento por provisões financeiras tem implicações sobre a taxa de juros, uma vez que constitui em si demanda por liquidez, ou demanda por moeda.²⁵

A taxa de juros pode ser entendida como o prêmio pela renúncia à liquidez imediata de saldos ociosos. Porém, KEYNES não considera importante a existência de saldos ociosos, previamente acumulados, para financiar investimentos, uma vez que considera que o investimento pode ser financiado a partir de créditos bancários. Dessa perspectiva, os juros enquanto prêmio requerido para se trocar ativos monetários por ativos financeiros com menor grau de liquidez, fator que levaria à constituição de fundos de recursos emprestáveis, não tem muita importância para o financiamento do investimento, a não ser para definir a escala dos bens de investimentos para os quais a eficiência marginal seja maior que a taxa de juros. Sua importância é posta apenas pela relação entre o estado de expectativa do público quanto ao comportamento futuro da taxa de juros, ou quanto aos preços dos títulos e a política bancária de empréstimos. Se ocorrer descompasso entre esses dois fatores, necessariamente ocorrerá alteração na taxa de juros. Ou seja, se em determinado momento os bancos passarem a adotar uma política mais conservadora no que se refere à concessão de crédito diante de um quadro relativamente estável de expectativas dos agentes quanto as variações futuras nos juros, isso resultará em elevação da taxa de juros. Isso coloca a questão apenas em parte, pois o fundamental aqui é saber que fatores levaram os bancos a adotar uma postura mais ou menos conservadora quanto ao fornecimento do crédito. Isso sim é fundamental para o volume de crédito a ser fornecido pelos bancos para financiar investimentos. Assim, a postura mais ou menos conservadora da firma bancária em fornecer crédito para financiar o investimento tem maior implicância na determinação do volume de recursos a ser disponibilizado aos investidores do que a própria magnitude da taxa de juros.

Os juros só têm importância, segundo KEYNES (1985), enquanto taxa que equaliza os retornos dos ativos financeiros à eficiência marginal do capital. É nesse sentido que os

²⁵ É nesse sentido que KEYNES (1988a), afirma que “*uma pressão para garantir mais recursos que os habituais [provisões extras] pode facilmente afetar a taxa de juros pela influência exercida sobre a demanda de dinheiro; e, a menos que o sistema bancário esteja preparado para aumentar a oferta de dinheiro, a falta de financiamento pode provar que é um importante obstáculo para (...) decisões de investimento em pauta ao mesmo tempo*”.

juros se relacionam com os investimentos. Taxa de juros dos ativos financeiros elevada implica em menor escala de investimentos realizados, uma vez que uma menor quantidade de capitais produtivos pode apresentar rentabilidade econômica tanto quanto os ativos financeiros. Ao contrário, ativos financeiros com rendimentos reduzidos são poucos atrativos *vis-à-vis* os retornos que os bens de capital podem proporcionar. Contudo, devemos ter em consideração que os juros têm maior implicação para o financiamento do investimento no momento do *funding*, pois nesse momento é importante que os agentes estejam dispostos a trocar liquidez por títulos de longo prazo, de forma a proporcionar condições para as empresas poderem transformar suas dívidas de curtos prazos em dívidas de longo prazo, processo que será analisado mais detalhadamente a seguir. Assim, podemos perceber que, do ponto de vista do financiamento do investimento, os juros não têm muita importância para a constituição do *finance*, uma vez que este não depende da magnitude daquele, mas muito mais da postura dos bancos quanto ao que se refere à constituição de fundos de empréstimos. Entretanto, a taxa de juros apresenta importância fundamental no processo de alargamento das dívidas das empresas inversoras. O que se quer dizer com isso é que, segundo KEYNES, a taxa de juros tem papel pouco relevante para o processo de *finance*, mas papel extremamente relevante para o processo de *funding* dos investimentos.

Ao se entender os juros como o prêmio exigido para se abrir mão de liquidez, está implícito que a liquidez que será suprida aos investidores constitui uma fonte de recursos (poupança), de alguma forma previamente acumulados, que será transformada em dívida no processo de financiamento do investimento. Isso, apesar de estar de conformidade com o pensamento convencional, nada tem a ver com o pensamento de KEYNES e o pós-keynesiano. Deve-se reconhecer, entretanto, que KEYNES não aprofundou sua análise sobre o papel das taxas de juros e o mecanismo de financiamento do investimento após ter reconhecido a fonte adicional de demanda por dinheiro decorrente do *finance*, pois, em contrário, teria se apercebido do duplo caráter da taxa de juros no processo de financiamento do investimento, qual seja: ser irrelevância para a determinação do *finance*, mas ser extremamente importante para a composição do *funding*, mecanismo objeto de aprofundamento da sessão seguinte.

1.3.4 O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding*.

A efetivação das decisões de investir requer que o investidor tenha à sua disposição meio de pagamentos. Estes podem ser supridos através de três formas básicas: ativos monetários acumulados internamente, emissão de títulos e empréstimos bancários.

Em uma economia monetária de produção, com sistemas financeiros e bancários modernos, os meios de pagamentos serão providos pela expansão do crédito criado a partir de simples operações contábeis ativas e passivas dos bancos. Os limites para a expansão do crédito, entretanto, são dados pela política de crédito dos bancos ante os riscos de inadimplência, ou *default*, de liquidez e de juros.²⁶

²⁶ Estes limites tornam-se mais amplos na medida em que as autoridades monetárias adotam posturas acomodáticas da expansão do crédito realizada pelo sistema bancário, suprimindo as necessidades bancárias de

Considerando que os investidores obtêm seus recursos – provisões financeiras, na terminologia de KEYNES – através do crédito bancário, os bancos registrariam um desajuste inicial em seus balanços contábeis que será eliminado tão logo recebam os depósitos decorrentes dos empréstimos. As implicações desse mecanismo são, de um lado, a alteração na relação ativos próprios (capital social e reservas) e de terceiros (depósitos) e, de outro, as diferenças nos prazos relacionados às estruturas passivas (depósitos) e ativas (empréstimos), o que eleva os riscos de *default* e liquidez, tornando os bancos mais vulneráveis às crises.

Ao encontrar provisões financeiras e dar início às decisões de investimentos, os empresários realizam gastos produtivos que causam expansão na renda agregada da mesma magnitude da expansão dos investimentos. Além disso, após a ação completa do multiplicador, terá surgido um volume de poupança em igual valor dos recursos investidos. Até esse momento apenas parte do circuito terá sido completada: o *finance* gerando investimento e este, com a conseqüente expansão da renda após o completo efeito do multiplicador, terá gerado poupança em volume necessário e suficiente para recompor as dívidas de curto prazo contraídas para a provisão financeira. Entretanto, as dívidas de curto prazo deverão ser securitizadas, ou seja, os prazos deverão ser alongados, permitindo que as empresas tenham condições de adequar os períodos de receitas das vendas provenientes do novo investimento com os prazos de pagamento das dívidas. Essa fase de transformações dos títulos de curto prazo em títulos de longo prazo constitui o que KEYNES chamou de *funding*.

Deve-se destacar, porém, que o *finance* depende de um sistema institucional bancário desenvolvido e robusto para dar sustentação à demanda de dinheiro novo (provisões financeiras) dos empresários investidores, sem que se torne muito vulnerável às possibilidades de crises de liquidez e *default*. De outra parte, o *funding* depende de uma estrutura institucional de mercados financeiros e de capitais adequados, caso contrário as empresas terão dificuldades de efetuar o processo de securitização das dívidas de curto prazo. Isso implica em reconhecer que, a despeito da importância do papel dos bancos e do seu grau de desenvolvimento para que a intermediação financeira seja realizada com eficiência, conforme destacaram GURLEY-SHAW (1960), a economia somente terá chances maiores de se desenvolver se, e somente se, além de um sistema bancário desenvolvido, de forma a fazer com que o processo de *finance* seja realizado com a maior eficiência, essa economia também tenha mercados financeiros e de capitais desenvolvidos de forma a tornar possível às empresas efetuem o processo de *funding*. Ter apenas sistema bancário de intermediação ou apenas um mercado de crédito desenvolvido em nada contribui para a real capacidade de as empresas alavancar investimentos através de recursos de terceiros. Se não houver um sistema bancário eficiente, não há como o investimento se expandir em sua potencialidade, em razão das dificuldades encontradas

recomposição de liquidez através das operações de assistência financeira de liquidez e do redesconto. Ao não encontrarem limites e dificuldades para a recompor seus níveis de liquidez através dos mercados interbancários, mas fundamentalmente através da assistência financeira de liquidez e de uma política de redesconto não punitiva praticada pelas autoridades monetárias, os bancos assumem uma postura mais agressiva na administração de suas carteiras de créditos, expandindo-os além dos limites aceitáveis, caso haja demanda.

pelas empresas para efetuar o processo de *finance*, por mais que haja um mercado de crédito desenvolvido. Ao contrário, se não houver um mercados financeiro e de capitais eficientes, o investimento também encontrará dificuldades para se expandir em sua plena potencialidade devido às dificuldades que as empresas deverão encontrar para realizar a securitização de suas dívidas de curto prazo, por mais que haja um sistema bancário eficiente e robusto capaz de garantir fontes de provisão financeiras para as empresas.

O *finance* torna-se limitado enquanto fator capaz de fazer expandir os níveis de investimentos em decorrência das limitantes condições institucionais para a realização do *funding*. De outra parte, a existência de condições institucionais adequadas para a realização do *funding* torna-se sem sentido se não houver possibilidades de o *finance* acontecer sem problemas. As duas estruturas mestres sobre as quais as condições do financiamento dos investimentos se assentam são, de um lado, a existência de um setor bancário eficiente na política de concessão de crédito e robusto o suficiente diante das possibilidades de riscos envolvidos e, de outro, a existência de um mercado de títulos também robusto, que permita às empresas efetuarem o alargamento dos prazos das dívidas de curto prazo. Se uma dessas estruturas não funciona de forma adequada, o mecanismo do financiamento do investimento torna-se inoperante e ineficiente. Essa ineficiência resulta não somente das condições em que o sistema bancário opera o crédito, segundo destacaram GURLEY-SHAW (1960), conforme analisado acima; mas é uma ineficiência resultante da ação coordenada dos bancos juntamente com as instituições operadoras no mercado de títulos quanto ao mecanismo do financiamento do investimento. Ou seja, é uma ineficiência decorrente das condições em que bancos e instituições que operam no mercado de títulos coordenam conjuntamente o mecanismo do financiamento do investimento através do circuito *finance-investimento-poupança-funding*.

Vê-se, portanto, que a existência de sistemas bancários e de mercados financeiros eficientes e robustos é fator complementar e necessário ao mecanismo do financiamento do investimento. Um sistema bancário robusto e eficiente é condição básica para garantir o *finance*, enquanto que a existência de mercados financeiros e de capitais também eficientes e robustos é condição básica necessária para a ocorrência do *funding*. Apenas um dentre eles operando com eficiência implica em dificuldades para a ocorrência potencial plena do circuito *finance-funding*.

Do acima exposto podemos ver que, do ponto de vista de ações de política econômica para incentivar o aumento do investimento das empresas e o crescimento econômico da economia, deve-se agir no sentido de aparelhar não só uma estrutura adequada de financiamento (*finance*) independente das condições vigentes do mercado de títulos, ou no sentido de se criar condições para o surgimento de um adequado mercado de título sem que haja também um importante setor bancário robusto o suficiente para dar suporte às demandas de provisões financeiras dos investidores. Portanto, bancos e mercado de títulos são organizações institucionais importantes e complementares no que se refere à criação de condições para a concretização das decisões de investir das empresas e, por conseguinte, do crescimento e desenvolvimento econômico. Em função disso, as

ações de política devem agir no sentido de melhorar as condições institucionais dos bancos e das instituições que operam o mercado de títulos em conjunto.

O financiamento estruturado sobre os fundos rotativos de crédito bancário traz outras conseqüências do ponto de vista do risco e da fragilidade financeira das empresas, circunscrevendo a capacidade de autofinanciamento das mesmas, conseqüências estas que serão objeto de análise da próxima seção.

1.4 Bancos, financiamento, risco e fragilidade financeira.

A visão tradicional sobre o agente financeiro enfatiza o banco como intermediário de poupanças do público, canalizando-as para as empresas que pretendem realizar gastos produtivos, além de suas receitas correntes. Contudo, KEYNES (1985) destacou o papel dos bancos como agentes especializados na criação e expansão do crédito, sublinhando que este não deriva da relação entre a oferta da poupança e demanda de crédito, como predizia as visões clássicas e da teoria dos fundos de empréstimos. Nesse sentido, podemos dizer que os bancos são agentes especializados na administração de riscos, distinguindo-se de outras instituições financeiras por esta característica singular.

Os bancos são instituições emitentes de tipo específico de obrigação sob a forma de depósitos à vista, nada mais sendo que um tipo de “empréstimo” realizado pelo público aos bancos, podendo ser resgatados a qualquer momento e sem prévio aviso. A principal característica desses empréstimos (depósitos) é “sua capacidade de se converter em moeda legal, sem risco de perda de valor, a qualquer momento que se deseje” (CARVALHO, et al., 2000, p. 268). Para os bancos, entretanto, os depósitos constituem-se em uma forma de captação de recursos, com a vantagem de apresentar baixo custo relativo e as desvantagens de poder ser sacado a qualquer instante e permitir uma corrida ao saque, o que em condições de risco pode gerar comportamento de “boiada” nos correntistas, elevando o risco sistêmico. Mesmo que os bancos tenham por obrigação fazer reservas²⁷ que garantam suas operações dentro de uma margem de manobra, o que é determinado por norma das autoridades monetárias, seus níveis de reservas não seriam adequados diante de tal comportamento do público.²⁸

Esta característica associada às obrigações com os depósitos estabelece uma distinção aos agentes bancários que os tornam vulneráveis a uma corrida inesperada aos saques dos depósitos, levando os bancos a estarem sempre sob o risco de terem que

²⁷ Os bancos comerciais mantêm por precaução reservas primárias e secundárias, além de contar com a possibilidade de empréstimos de redesconto e o mercado de crédito interbancário para se precaverem em momentos de corridas aos saques ou em períodos de retiradas maiores que os depósitos.

²⁸ Isso implica em que o Banco Central seja capaz de desempenhar a função de emprestador em última instância para garantir sempre a solvência do sistema financeiro, mas, sobretudo, a credibilidade em seus ativos monetários (Base Monetária) que é um passivo lançado contra a sociedade. Se o Banco Central não desenvolver ações no sentido de manter a estabilidade e a credibilidade da moeda, pode haver fuga para outros ativos financeiros e monetários. Nesse sentido, o Banco Central torna-se refém da política de crédito dos bancos comerciais.

refinanciar suas dívidas todos os dias. Este risco é inerente à atividade bancária privada, podendo, sob certas condições, ser traspassado para o conjunto do sistema bancário e para a economia como um todo através do risco sistêmico.²⁹ É em decorrência desse risco que os bancos comerciais administram as estruturas de seus ativos e passivos, evitando, por exemplo, a compra de ativos com prazo de maturidade muito longo, tentando gerenciar continuamente os riscos de crédito, mercado e liquidez subjacentes à sua carteira de portfólio.³⁰ A captação de recursos através de depósitos a prazo permite aos bancos terem conhecimento prévio de seus resgates; porém, sobre os quais incorrem custos compostos pelos rendimentos pagos a estes depósitos. Além dessa desvantagem em relação aos depósitos à vista, os bancos devem ser capazes de encontrar aplicações desses recursos que proporcionem rendimentos médios superiores aos seus custos médios de captação.

Outra forma de captação de recursos levada a cabo pelos bancos é a colocação de papéis no mercado de títulos com custos e riscos diferenciados em relação aos depósitos a prazo ou a vista. Sob esta forma de captação os bancos também incorrem em custos decorrentes dos juros pagos aos seus portadores.

Assim, à medida que crescem e se diversificam as formas de captação de recursos, as decisões referentes ao portfólio dos bancos tornam-se mais complexas, crescendo em concomitância à possibilidade de ocorrência da fragilidade financeira e da instabilidade financeira do sistema capitalista. Isso leva os bancos a se especializarem na administração dos riscos que afetam seus rendimentos. A adoção das reservas se configura em uma das estratégias de defesa frente à fragilidade financeira, obrigando os bancos a tomarem postura *hedge*,³¹ dadas as implicações que suas ações têm sobre o conjunto de todo o sistema bancário de crédito e alavancagem do financiamento e, por conseguinte, sobre toda economia.

Deste modo, ao desempenhar um importante papel de fornecedor de crédito e alavancar os investimentos das empresas em uma economia desenvolvida, os bancos tornaram-se especialistas em administrar riscos, possibilitando que a economia apresente potencial de crescimento por meio do financiamento do investimento em patamar superior ao que se verificaria se os mesmos desempenhassem apenas a função de intermediário de fundos financeiros, como estabelece a visão tradicional.

²⁹ Em decorrência disso, o Banco Central deve ser capaz, ainda que a expansão do crédito e a criação de meios de pagamentos sejam atividades dos bancos comerciais, de controlar a sua oferta de moeda e garantir a estabilidade da liquidez na economia.

³⁰ O risco de crédito advém da possibilidade de calote por parte do tomador de empréstimo, enquanto o risco de mercado advém da possibilidade de ter que vender ativos para a recomposição da liquidez em momento de baixa dos preços desses ativos. O risco de liquidez decorre da possibilidade de encontrar liquidez de curto prazo em momento de necessidade.

³¹ Da tipologia minskyana de exposição ao risco. As empresas *hedge* são aquelas que apresentam solvência diante dos seus passivos de curto e longo prazo. As *especulativa* são aquelas que apresentam dificuldades de solvência dos passivos de curto prazo, devendo rolar esses passivos, mas no longo prazo apresentam rentabilidade suficiente para honrar seus compromissos financeiros. As empresas *ponzi* são instituições que nem no longo prazo conseguem se tornar solventes.

Do ponto de vista da evolução do pensamento econômico no que se refere à questão do financiamento do investimento, houve evolução não só na perspectiva teórica keynesiana, com as decorrentes da abordagem minskyana aqui discutida, mas também ocorreram desenvolvimentos do ponto de vista da perspectiva convencional como, por exemplo, a abordagens centradas na visão da liberalização financeira, que será objeto de análise da próxima seção.

1.5 A teoria da “liberalização financeira”: fundamentos teóricos do modelo Shaw-McKinnon.

A teoria convencional foi aplicada à teoria do desenvolvimento econômico a partir das obras seminais de SHAW (1973) e MCKINNON (1973) que desenvolvem o conceito de repressão financeira, levando a uma carência crônica de poupança, com conseqüências negativas no que se refere aos países em desenvolvimento, propondo em alternativa o modelo de liberalização financeira, que passaremos analisar a seguir. O foco analítico será abordar como, a partir da visão da liberalização financeira, ocorrem mudanças nos condicionantes do financiamento do desenvolvimento de maneira geral, e dos investimentos das empresas de modo particular.

A abordagem da liberalização financeira desenvolveu-se a partir dos trabalhos seminais de SHAW (1973) e MCKINNON (1973), sendo suas recomendações e aplicações políticas implementadas em diversos países desenvolvidos (PD) e em desenvolvimento (PED) durante as décadas de 80 e 90.³² As fundamentações teóricas, assim como as experiências vivenciadas a partir da implementação no todo ou em partes das idéias concebidas pelo modelo, possibilitam lançar luz sobre a questão do financiamento do desenvolvimento econômico, sobretudo nos países em desenvolvimento em uma década de reduzida liquidez internacional, decorrente da crise do petróleo e da subsequente elevação das taxas de juros nos países desenvolvidos, adotada como parte da política macroeconômica de ajustamentos graduais dos desequilíbrios causados em seus Balanços de Pagamentos.

SHAW e MCKINNON proporcionaram novas fundamentações teóricas à política financeira da época ao criticar a prática então dominante, denominada pelos autores de “política de repressão financeira”, que se constituía em um modelo de política de desenvolvimento econômico centrada na intervenção estatal, assim como em excessivas regulamentações e controles sobre o funcionamento do mercado financeiro. Segundo os autores, as distorções causadas no sistema financeiro, decorrentes da excessiva interferência governamental, notadamente no que se refere à mobilização e alocação da poupança financeira, ao fornecimento de crédito subsidiado direcionados a determinados setores produtivos, ao controle dos fluxos de capitais estrangeiros e à delimitação da área de atuação dos diferentes tipos de instituições financeiras, entre outros, truncava o

³² Segundo HERMANN (2003a, p. 139), “os anos 80 marcaram o início de um período de clara hegemonia teórica e política do modelo de liberalização [financeira]. Desde então, este tem orientado amplos programas de reformas financeira em diversos PD [países desenvolvidos] e PED [países em desenvolvimento], em muitos casos também seguidos de ‘crises de liberalização’”.

crescimento econômico dos PED, razão pela qual recomendavam a liberalização dos mercados financeiros. Nesse sentido, ALDRIGHI, (1997, p. 18) argumenta que “controles administrativos exagerados sobre os mercados financeiros reduzem a oferta de fundos emprestáveis em função das baixas taxas de juros dos depósitos”, desincentivando dessa maneira a poupança agregada, o que tem como consequência uma ineficiência alocativa dos excedentes financeiros que, por isso, ficam fora do sistema financeiro organizado. Além disso, os autores argumentam que o racionamento do crédito decorrente da repressão financeira pode inviabilizar projetos de investimento de elevada produtividade caso o investidor não disponha de recursos próprios para alavancá-los nem tampouco disponha de capital fixo para dar em garantia a empréstimos financeiros.

Podemos perceber, portanto, que o modelo de liberalização financeira tem como pano de fundo a teoria dos fundos emprestáveis no referente à questão do financiamento do investimento, uma vez que este, para ser efetivado, requer a prévia existência de poupanças, que devem ser fomentadas por taxas de juros elevadas que incentivem os agentes econômicos a transferirem para o futuro parte de suas rendas presentes.

Além das distorções causadas pela intervenção, duas novas condições completavam, segundo HERMANN (2003a, p. 138), o arcabouço da “política de repressão”: (i) a tolerância com altos índices inflacionários, que contribuíam para a diminuição dos níveis de juros reais ancorados em tetos para as taxas nominais de juros nas operações bancárias ativas e passivas e (ii) os déficits públicos nominais financiados por emissão, desvelando a precariedade do mercado financeiro.

Segundo SHAW (1973) e MCKINNON (1973), a política de manutenção deliberada de juros reais abaixo de um patamar que equilibraria oferta de recursos poupados e demandados (demanda de créditos), ou mesmo juros reais negativos devidos aos elevados níveis inflacionários,

“desincentivava a formação de poupança, bem como sua alocação a ativos financeiros e, em consequência, o financiamento dos investimentos. A liberalização financeira (...) foi, então, proposta como o caminho para elevar a taxa de poupança da economia e, com ela, as taxas de investimento e de crescimento econômico” (HERMANN, 2003a, p. 138).

Em termos teóricos, o modelo de liberalização financeira estrutura-se nas relações causais existentes: (i) entre taxa de crescimento da economia (g) e taxa de poupança (δ), e (ii) entre a taxa de poupança e a estrutura das taxas reais de juros (θ).³³ Estas relações, por sua vez, são intermediadas por outras como, por exemplo, as relações entre taxa de juros

³³ Dessa forma, a taxa de crescimento da economia (g) é função direta da taxa de poupança (δ) e inversa da relação incremental capital produto (k):

$$g = h \frac{\delta}{k}, \text{ sendo que } h' > 0.$$

A poupança, por sua vez, é função da taxa de juros reais:

$$\delta = j(\theta), \text{ sendo que } j' > 0.$$

Logo, fica evidente que a taxa de crescimento da economia é função da taxa de juros reais:

$$g = l(\theta), \text{ de modo que } l' > 0.$$

e disponibilidade de créditos (F) exercida pelos bancos e a taxa de investimento (γ).³⁴ Os desafios empíricos colocados ao modelo de liberalização financeira pelos testes econométricos e pelas crises de liberalização financeiras ocorridas tanto em PD como em PED durante o final da década e 80 e toda a década de 90 podem ser encontrados em HERMANN (2003a). Em resumo a autora destaca que:

“os resultados obtidos (...) revelam, na grande maioria dos testes, fraco poder explicativo das variáveis θ (taxa real de juros) e δ (taxa de poupança agregada) no processo de crescimento e, por conseguinte, das relações teóricas fundamentais do modelo Shaw-McKinonn.” (HERMANN, 2003a, p. 167).

Em função disso, o modelo de liberalização financeira sofreu revisões teóricas no sentido de incorporar indicadores de (des)equilíbrios macroeconômicos resultantes das crises de liberalização e das falhas de condução da política macroeconômica, que tinham implicações sobre a taxa de juros real de equilíbrio. Como resultado dessas revisões, chegou-se à constatação de que o novo modelo traz implícita a necessidade de algum grau de intervenção governamental no sentido de garantir a “liberdade de escolha das instituições financeiras quanto à composição de seus portfólios” (HERMANN, 2003a, p.169).

Podemos dizer que o modelo de liberalização financeira tinha como inspiração a insatisfação de alguns teóricos em relação à intervenção estatal decorrente dos modelos keynesianos. Assim, o modelo de liberalização foi pensado como forma de se retirar do foco do pensamento econômico o papel que o estado desempenhava no mecanismo de ajustamento econômico, a partir das interpretações do pensamento da síntese keynesiana neoclássica que se difundiu logo após a publicação da *Teoria Geral*. Entretanto, o arcabouço teórico do modelo de liberalização financeira chegou ao resultado de que ainda é necessária uma mínima participação do Estado na economia para arbitrar os conflitos econômicos, significando, segundo HERMANN, “sua rendição ao que, há tempo, vem sendo defendido no enfoque (crítico) [pós-]keynesiano” (2003a, p. 169).

Nesse sentido, podemos concluir que o modelo de liberalização financeira proporcionou avanços no campo analítico sobre a questão do financiamento dos investimentos, sobretudo a partir da grande contribuição teórica decorrente dos testes econométricos realizados para averiguar as relações causais estabelecidas pelo modelo. Os fracos resultados dos testes econométricos, bem como as revisões decorrentes da necessidade de incorporação de novos indicadores, são indícios de que continuar discutindo o financiamento do investimento dentro da visão convencional, como é o caso da teoria dos fundos de empréstimos e do modelo de liberalização financeira, sem

³⁴ Segundo a teoria dos fundos de empréstimo, os juros (θ) influenciam positivamente não só a taxa de poupança, mas também a disponibilidade de crédito (F) fornecida pelos bancos, sendo que “a relação entre θ e F é intermediada por δ [taxa de poupança], estabelecendo-se uma cadeia de causalidade no sentido: $\theta \Rightarrow \delta \Rightarrow F$ ”. (HERMANN, 2003a, p. 140). Como a demanda dos poupadores por novos ativos financeiros (B^d) também é influenciada pela taxa de juros, de modo que:

$$B^d = b(\delta), \text{ sendo que } b' > 0,$$

a relação de causalidade, numa economia monetária de produção, entre taxa de poupança e taxa de crescimento é dada da seguinte forma: $\theta \Rightarrow \delta \Rightarrow B^d \Rightarrow F \Rightarrow \gamma \Rightarrow g$, em que γ é a taxa de investimento.

levar em consideração os fatores que interferem nas decisões de investir e nas preferências pela liquidez dos agentes,³⁵ conforme apontou KEYNES, é um terreno pouco frutífero para a compreensão de uma variável tão fundamental para entender a dinâmica de uma economia monetária de produção, como é a questão do investimento e do seu financiamento.

Em resumo, podemos dizer que no modelo de liberalização financeira existe um vínculo estreito entre taxas de juros reais, volume de poupança agregada e capacidade de gerar fundos para financiar investimentos e o crescimento econômico. Essas variáveis se relacionam no sentido causal da taxa de juros para os fundos disponíveis para empréstimos. Contudo, essa visão não é hegemônica, polarizando de forma radicalmente oposta com a visão keynesiana baseada na teoria da preferência pela liquidez. As discordâncias iniciam-se pela determinação da taxa de juros. Segundo a visão convencional, os juros constituem o prêmio pelo não-consumo (poupança), sendo capaz de estimular (ou desestimular) maior volume de recursos poupados quanto maior (ou menor) for esse prêmio (juros). KEYNES liquidou esse argumento alegando que alguém que deixa de aplicar os recursos não gastos está poupando tanto quanto, apesar de não estar obtendo rendimento sobre esses recursos.³⁶ A obtenção de rendimentos (juros) não ocorre apenas devido ao fato de esses recursos não serem gastos, mas principalmente devido ao fato de serem aplicados, o que implica em alienar o seu poder de compra por determinado período de tempo, sendo que a alienação do poder de compra está relacionada ao grau de preferência pela liquidez dos agentes. Portanto, o juro não pode ser considerado o prêmio pelo não-consumo (pela poupança), como estabelecia a visão convencional, mas sim, como diz KEYNES, “a recompensa pela renúncia à liquidez” (1985, p. 122).

A relação entre poupança (S) e a disponibilidade de crédito (F) pode ser mais bem apresentada de forma esquemática, segundo a abordagem convencional e a pós-keynesiana. Segundo a visão convencional, a geração de poupança em volume requerido para financiar o investimento depende da sua remuneração (juros), de modo que:

$$S = s(r), \text{ sendo que } s' > 0.$$

Como é razoável supor a existência de custos na intermediação financeira (α), os recursos disponíveis para empréstimos (F) podem ser definidos como:

$$F = (1 - \alpha)S(r), \text{ sendo que } 0 < \alpha < 1.$$

Assim, a expansão da oferta de fundos emprestáveis torna-se diretamente dependente do aumento da taxa de juros e inversamente do custo da intermediação. Estes

³⁵ Segundo KEYNES (1985, p. 122), “a preferência pela liquidez do indivíduo é representada por uma escala do **volume de seus recursos**, medidos em termos monetários ou em unidades de salários, que deseja **conservar em forma de moeda** em diferentes circunstâncias” (grifos nossos).

³⁶ Segundo KEYNES (1985, p. 122): “Deveria ser óbvio que a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança ou da espera como tal. Quando alguém acumula suas economias sob a forma de dinheiro líquido, não ganha juros, embora economize tanto quanto antes”.

decorrem de fatores institucionais e de política monetária tais como: (i) regulamentações e controles estabelecidos pelas autoridades monetárias sobre o setor financeiro, bancário e de mercado de capitais; (ii) grau de exigência de garantias institucionais cobradas pelos agentes financeiros na concessão do crédito e, (iii) impostos estabelecidos pela legislação financeira, entre outros.

Segundo a visão pós-keynesiana, baseada na teoria da preferência pela liquidez, a taxa de juros não representa o prêmio pelo ato de poupar, conforme estabelece a visão convencional, mas o prêmio pela renúncia pela liquidez; ou seja, o rendimento exigido pelos agentes superavitários para desistir temporariamente “do poder de comanda da moeda em troca de uma dívida” (KEYNES, 1985, p. 122), ou, por outra, pela alienação dos excedentes de renda.³⁷

Partindo dessa concepção sobre poupança e da transposição do conceito keynesiano de preferência pela liquidez para demanda por liquidez, o pensamento pós-keynesiano lançou luz sobre o mecanismo de financiamento de longo prazo, a partir da relação entre poupança agregada (S) e disponibilidade de crédito (F). Assim, as decisões individuais de poupar resultam dos atos de consumo e das rendas auferidas, constituindo uma poupança agregada que deve ser alocada em uma variedade de ativos de diversos prazos de maturidade. Segundo KEYNES e o pensamento pós-keynesiano, entre estes ativos encontra-se a própria moeda, uma vez que é perfeitamente racional a demanda por algum grau de liquidez diante da incerteza quanto ao futuro.³⁸ Dessa maneira, em economias monetárias modernas, com sistemas financeiros desenvolvidos, a demanda (preferência) por liquidez não se expressa apenas na demanda por moeda e/ou depósito à vista (conceito M1), mas pelos ativos de curto prazo, as chamadas quase-moedas, que compõem o portfólio dos investidores financeiros. As quase-moedas, pelas suas características de baixo risco e rentabilidade e pela capacidade e facilidade de se transformarem em liquidez imediata (alta liquidez), possibilitam aos agentes econômicos tranqüilidade frente às inquietações quanto à incerteza futura.

Assim, aumento nas taxas de juros reais, antes de incentivar o aumento da poupança, provoca “mudanças na alocação da poupança agregada, em favor de títulos e em detrimento da moeda” (HERMANN, 2003b, p. 259), causando alteração na distribuição dos recursos poupados no período entre estoque de papel-moeda (P), depósitos bancários (D) e estoque de títulos com diversos prazos de vencimentos e diferentes graus de liquidez (B). Como, segundo HERMANN (2003b), os depósitos (D_c) e os títulos de curto prazo (B_c) são capazes de atender a demanda por liquidez dos

³⁷ Nas palavras de KEYNES (1985, p. 122), “a simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia pela liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comanda da moeda em troca de uma dívida”. Mais à frente KEYNES diz que “o hábito de não se dar a devida atenção à relação da taxa de juros com o entesouramento [proxy do conceito de preferência pela liquidez] pode explicar, em parte, a razão pela qual o juro tem sido usualmente considerado como a recompensa por não gastar, quando, na realidade, ele é a recompensa por não entesourar” (p. 126).

³⁸ Segundo KEYNES, (1984, p. 173), “(...) em parte por motivos razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro”, e segue afirmando que “a posse do dinheiro tranqüiliza nossa inquietação; e o prêmio que exigimos para separarmos dele é a medida do grau de nossa inquietação”.

investidores financeiros, o aumento da demanda por liquidez (ΔL) pode ser expressa como:

$$\Delta L = \Delta P + \Delta D_c + \Delta B_c.$$

Dessa maneira, devemos concordar com HERMANN (2003b, p. 261) quando diz que “a poupança agregada não é um indicador adequado da disponibilidade de recursos para financiar investimento” e que “a capacidade de financiamento da economia não é limitada pelo valor de sua poupança agregada”.³⁹ Fundos de empréstimos adicionais poderão ser criados através da conversão de parte dos estoques de papel-moeda (P), de depósito de curto prazo (D_c) e de títulos de curto prazo (B_c) em depósitos e títulos de longo prazo ($\Delta D_l + \Delta B_l$).

Assim, a disponibilidade de créditos para financiar investimento passa a ser determinada por:

$$F = D_l + B_l + (\Delta D_l + \Delta B_l);$$

em que $(\Delta D_l + \Delta B_l)$ representam o acréscimo de disponibilidade de fundos a partir da poupança do período, provenientes dos excedentes de rendas não gastos, destinados a financiar investimento a partir da conversão de recursos líquidos (quase-moedas) em depósitos e títulos de longo prazo. Com a redução da demanda por liquidez, tem-se o alargamento das disponibilidades que comporão os fundos para financiamento do investimento. Portanto, o que financia o investimento não é a existência de poupança prévia, conforme estabelece a visão convencional, mas a disponibilidade de fundos de empréstimos que poderão sofrer variações em função de alterações na preferência pela liquidez dos agentes econômicos.

As variações nas preferências pela liquidez, ou nas demandas de liquidez, dos agentes econômicos se relacionam com as taxas de juros reais dos títulos de curto prazo (r_c) e dos títulos de longo prazo (r_l), sendo dependentes dos vetores das taxas de juros reais praticadas nos sistemas financeiros. À medida que as taxas de juros reais dos títulos de longo prazo tornam-se mais atrativas em relação às taxas dos títulos de curto prazo, a riqueza acumulada em ativos financeiros sofre alterações em sua alocação em detrimento do volume de recursos alocados em títulos de curto prazo. Quando a taxa de juros reais dos títulos de longo prazo excede a taxa de juros dos títulos de curto prazo, aumenta o custo de reter moeda e preferir liquidez, incentivando as aplicações em títulos de prazos mais largos. Dessa forma, podemos dizer que a preferência pela liquidez depende do

³⁹ Ainda que $\Delta L = 0$, a disponibilidade de crédito (F) para financiar investimento passa a ser também dependente de outros fatores tais como: i) o grau de desconfiança dos agentes nos cálculos e convenções quanto ao comportamento futuro da taxa de juros, ou seja, as expectativas dos agentes, fator que influencia a troca de depósitos à vista e de curto prazo (D_c), além de títulos de curto prazo (B_c), por depósitos de longo prazo (D_l) e títulos de longo prazo (B_l), permitindo, dessa forma, ampliar os fundos de recursos para empréstimos e; ii) a diferença das taxas de juros reais dos títulos de curto prazo em relação aos juros reais dos títulos de longo prazo. Quanto maior for esta diferença, menor será a preferência pela liquidez, dado o custo de reter moeda, e, portanto, maior a oferta de recursos disponíveis para empréstimos.

diferencial das taxas de juros entre os títulos de curto e longo prazo.⁴⁰ Assim, de forma esquemática:

$$\Delta L = f(r_l - r_c)$$

A disponibilidade de fundos para financiar investimento, além de ser influenciada pela possibilidade de conversão de títulos de curto prazo em títulos de longo prazo, decorrente da preferência pela liquidez dos agentes, e pelo diferencial entre as taxas de juros dos títulos com diferentes graus de maturidade, é também influenciada por fatores institucionais, tais como tributações e exigências regulatórias estabelecidas pelas autoridades monetárias, assim como pelo *spread* bancário (σ) que constitui a diferença entre as taxas de aplicação e de captação do setor bancário. Nesse sentido, tributação e regulamentos excessivos imputam elevações nos custos bancários de intermediar fundos, com implicações negativas sobre o volume de disponibilidades para empréstimos aos investidores. De outra parte, quando os bancos estão receosos e temerários quanto às suas expectativas, tenderão a elevar os *spreads*, limitando a demanda por recursos para investir.

Dessa forma, podemos concluir que a disponibilidade de fundos para investimento (F) não se constitui apenas no volume de recursos poupados previamente, como estabelecia a visão convencional, mas depende de um conjunto de fatores conforme o modelo:

$$F = D_l + B_l + (\Delta D_l + \Delta B_l) + (r_l - r_c) - \sigma - v$$

em que σ representa o *spread* bancário, na verdade o vetor dos *spreads* decorrentes dos vários produtos bancários, e v , outros fatores institucionais.

A visão teórica convencional também avançou sobre a questão do financiamento do investimento segundo a perspectiva analítica da teoria das finanças corporativas. Um dos pontos centrais discutido por essa visão teórica sobre o mecanismo do financiamento do investimento é o legado deixado pelo debate interno sobre a existência ou não de hierarquia das fontes de financiamento, fatores estes que serão analisados na seção seguinte.

1.6 A teoria das finanças corporativas e a questão do financiamento do investimento.

Partindo de pressupostos muitos restritos, que se mostram muito descolados da realidade econômica, MODIGLIANI e MULLER (1959) recolocam em discussão as questões

⁴⁰ Nesse sentido, “o problema do financiamento de longo prazo (...) não se resolve com políticas de incentivo ao aumento da poupança, e menos ainda se tal incentivo apoiar-se, como recomenda a visão convencional, numa combinação de política monetária de juros (reais líquidos) altos com política fiscal restritiva ...” (HERMANN, 2003b, p. 264).

teóricas das finanças corporativas. Considerando que: i) a oferta de fundos para investimento é infinitamente elástica, ii) que existe perfeita simetria de informações entre agentes ofertantes e demandantes de recursos quanto aos retornos dos projetos de investimentos e, iii) que as características dos mercados de capitais e dos agentes investidores possibilitam sempre a captação de recursos através de emissão de novas ações e que a estrutura de capital das empresas não as restringem ao uso das várias fontes disponíveis de recursos, os autores chegam à conclusão de que os investimentos das empresas e, por conseguinte, o crescimento econômico, não são obstados pelo padrão de financiamento das mesmas. Este, segundo MODIGLIANI e MILLER (1959), é determinado pelo comportamento de variáveis como o crescimento da demanda e da produtividade, o progresso técnico e os preços relativos dos fatores produtivos; entre este, o preço do capital.

A idéia de que as empresas não encontram problemas para financiar seus projetos de investimentos, cujas expectativas de retornos são viáveis economicamente, passou a ser contestada por autores que destacaram a existência de relação entre as decisões de investir, de um lado, e o seu adequado padrão de financiamento, de outro. Dessa perspectiva, os investimentos das empresas e o crescimento da economia não são determinados de forma independente do padrão de financiamento adotado pelas empresas, evidenciando relações de integração e condicionalidade, relações estas perpassadas pelo investimento, entre as esferas analíticas macro e microeconômicas muito destacadas por POSSAS (1987).

Segundo essa visão, conhecida na literatura como *pecking order theory of finance*, existe uma escala de preferência estabelecida pelas empresas em relação às fontes disponíveis de financiamento do investimento, em ordem decrescente de importância das fontes do financiamento a partir do uso de recursos próprios acumulados internamente, para o uso de recursos externos, ou de terceiros. Mesmo entre as fontes de recursos de terceiros, composto pelas opções estabelecidas pelo mercado de crédito e pelo mercado de capitais, há uma preferência das empresas para o endividamento em detrimento da emissão de ações, o que representa incorporação de novos sócios.

A partir do referencial teórico da *pecking order*, outros autores incorporaram aos modelos teórico-analíticos pressupostos mais realísticos sobre o funcionamento dos mercados financeiros e de capitais como, por exemplo, o impacto causado pelo imposto sobre o financiamento, a possibilidade de ocorrência de *takeover*, o custo de falência das empresas, entre outros. As conclusões que decorrem desses modelos de maneira geral não só corroboram com o argumento de que os investimentos das empresas e o crescimento econômico são afetados pelo padrão de financiamento existente, mas que as empresas sempre procuram uma estrutura de capital ótima, que minimize tanto custos – financeiros e operacionais de agenciamento dos recursos capitados – quanto riscos. Segundo essa visão, quanto menores os custos financeiros e os impostos, maior será a recorrência ao endividamento e quanto maior o risco de falência ou a possibilidade de *takeover*, menores as possibilidades de uso das fontes de recursos externos (de terceiros).

A esses argumentos foram incorporados outros que reforçam a hipótese da existência de uma estrutura de capital ótima decorrente das imperfeições no funcionamento dos mercados financeiros e de capitais, tais como os problemas da seleção adversa e *moral hazard* (STIGLITZ, 2004) e os custos de agenciamento e de transações. O problema da seleção adversa decorre do fato de que, com taxas de juros elevadas para a concessão de empréstimos, os bancos selecionarão para as suas carteiras de portfólios apenas projetos de maior retorno e, por conseguinte, de maior risco, negligenciando a concessão de fundos para os projetos de menor retorno e risco, restringindo assim o potencial de crescimento econômico. Quanto ao *moral hazard*, este decorre do fato de os agentes concedentes de recursos não dispor de elementos efetivos que permitam controlar as aplicações dos recursos tomados emprestados pelas empresas. Estas, após obterem empréstimos, podem alocar os recursos tomados emprestados juntos aos bancos em outros projetos ou usá-los inclusive para quitar dívidas passadas.⁴¹ Portanto, quanto maior a possibilidade de ocorrência do problema de seleção adversa e do *moral hazard*, piores são as condições para que os agentes financeiros determinem suas carteiras de portfólio, implicando em restrições para o financiamento do investimento das empresas e para o crescimento econômico. Dessa forma, podemos perceber que o problema decorrente da seleção adversa e do *moral hazard* são fatores que agem sobre a oferta de recursos com os quais as empresas podem concorrer para financiar seu crescimento.

Os custos de agenciamento e de transação são fatores que agem sobre a demanda de fundos para investir. Quanto maiores esses custos, menos propensas são as empresas a financiar investimentos com recursos advindos dos mercados financeiros e de capitais, tendo em vista que estes custos devem ser considerados nos cálculos sobre a rentabilidade esperada dos capitais investidos, restringindo assim a escala de projetos de investimentos rentáveis e o potencial de crescimento das empresas e da economia.

Deve ser destacado que para STIGLITZ (2004) essas falhas no funcionamento dos mercados financeiros e de capitais tendem a ser mais acentuadas nos países em desenvolvimento do que nos desenvolvidos, sendo a razão para isso o fato de que naqueles países o governo, a política econômica e as instituições são menos capacitadas a resolver estas falhas. Isto implica em menor disponibilidade de capitais ofertados para as empresas de países em desenvolvimento, limitando ainda mais seu potencial de crescimento *vis-à-vis* suas correlatas em países desenvolvidos.

Com base nessas questões teóricas, ZYSMAN (1983) constrói uma tipologia de sistemas financeiros segundo as diferenças existentes entre as estruturas de capital das empresas nos diferentes países. Segundo esse autor, os sistemas financeiros são organizados com base no predomínio dos mercados de capitais ou de crédito, conforme as características histórico-organizacionais desses mercados em cada país. Assim, podem ser identificados três tipos de sistemas financeiros: i) sistemas baseados em mercados de crédito (*bank-based*), com recursos alocados através dos preços formados em mercados

⁴¹ BELLUZZO, apresentando o livro de STIGLITZ (2004), resume bem esses problemas ao dizer que “*haverá seleção adversa quando os credores – incapazes de avaliar corretamente os riscos da concessão de empréstimos – discriminam os bons devedores potenciais, elevando o custo do crédito. O risco moral [moral hazard] é fruto da incapacidade do prestamista de supervisionar corretamente o uso do crédito por parte do devedor, que pode estar empenhado em aplicar o dinheiro em operações de maior risco*” (STIGLITZ, 2004, p. 10).

competitivos; ii) sistemas baseados no mercado de capitais (*market-based*), com preços cruciais, notadamente taxas básicas de juros, fixadas pelo governo; e iii) sistema baseado no crédito, com preços fixados pelas grandes instituições financeiras que detêm grande poder de mercado.

Cada um desses sistemas financeiros apresenta características singulares no que se refere à relação entre empresas e instituições financeiras, no tocante aos recursos para financiar os investimentos. Assim, em sistema baseado no crédito (*bank-based*), a prevalência dos empréstimos de longo prazo torna as relações entre empresas e instituições financeiras mais estreitas e, em situação de fragilidade financeira das empresas – *a lá* MINSKY – os credores tendem a aumentar os controles financeiros exercidos sobre as empresas financiadas, monitorando-as mais de perto. Há uma interação maior entre governo e instituições financeiras que torna possível o favorecimento direto a determinados setores ou empresas através basicamente de políticas creditícias e fiscais. Esta é a situação típica dos sistemas financeiros prevaletentes em países como Japão e França. Em sistemas baseados no mercado de capitais (*market-based*) prevalecem os empréstimos de curto prazo, com os bancos e instituições financeiras administrando suas carteiras de portfólios buscando maximizar o seu retorno e minimizar o risco, diversificando a carteira de aplicação. Como o horizonte dos investimentos e das aplicações é de curto prazo, os investidores dão prioridades aos retornos sobre os dividendos e sobre a valorização do capital. Nesse sistema, a existência de um mercado secundário robusto permite não só maior liquidez ao sistema e maior tolerância ao risco, mas também, e justamente por isso, permite ao investidor a securitização de dívidas e a diluição dos riscos envolvidos de maneira muito rápida. A atuação do governo na alocação dos recursos é limitada e sua eficácia é muito questionada. Este sistema financeiro é típico de países como Estados Unidos e Reino Unido. O terceiro modelo de sistema financeiro descrito por ZYSMAN (1983) é caracterizado pelo fato de os bancos e as instituições financeiras exercerem influências sobre as empresas e são também aliadas dos governos com os quais cooperam com base em barganhas mútuas. É situação típica dos sistemas financeiros de países como Alemanha e Suécia, onde prevalecem grandes bancos (bancos múltiplos) que atuam em vários seguimentos de créditos.

Aqui podemos estabelecer um paralelo entre os tipos prevaletentes de instituições e mercados financeiros propostos por ZYSMAN (1983) com o circuito *finance-funding* da abordagem keynesiana analisada anteriormente. Como o *finance* implica mercado de crédito praticamente de curto prazo, e o *funding* constitui o mecanismo de securitização dessas dívidas de curto prazo das empresas transformando-as em passivos de prazos mais alongados, o circuito *finance-funding* acontece de forma mais efetiva em sistemas financeiros baseados em mercados de capitais. Nos outros tipos de sistemas financeiros, ou os créditos são fornecidos a prazos longos, o que requer menos necessidade de alongamento dos mesmos, ou são fornecidos créditos bancários constituídos a partir de fundos públicos, como é o caso prevaletente na economia brasileira.

No Brasil, entretanto, o sistema financeiro vigente destoa dos tipos delineados por ZYSMAN (1983), prevalecendo uma situação híbrida de sistema baseado no crédito

com empréstimos de curto prazo, evidenciado pela efetiva pouca importância dos mercados de capitais e pela quase total inexistência de bancos que operam com carteira de crédito de longo prazo,⁴² com preços cruciais sendo fixados pelo governo como, por exemplo, a taxa básica de juros – SELIC – e a taxa de juros de longo prazo – TJLP. O sistema financeiro brasileiro ainda se caracteriza pela existência de grandes instituições financeiras com grande poder de mercado para determinar o *spread* bancário sobre os juros básicos estabelecidos pelo governo. Isso é evidenciado pelo grau de concentração das atividades bancárias e pelo nível dos *spreads* praticados pelo sistema de intermediação financeira no fornecimento de empréstimos às empresas, de modo particular, e ao público, de modo geral.⁴³

Segundo ZYSMAN (1983), é possível ainda estabelecer relação entre o sistema financeiro prevalecente em cada país e as características das suas economias. Assim, dado que as empresas buscam crédito quando os recursos requeridos pelos investimentos ultrapassam as disponibilidades proporcionadas pelos recursos internos mais as emissões, o sistema de financiamento baseado em crédito está estritamente relacionado com experiências de crescimento e desenvolvimento de países de industrialização tardia ou recente, como as ocorridas nos países do Oriente Asiático e da América Latina. Já em países que passaram por processo de indústria nascente, como no caso do Reino Unido e dos Estados Unidos, prevalece sistema de financiamento baseado em mercado de capitais. Segundo alguns autores, isso também ocorreu com a recente nova economia que, dadas as suas características, por encontrar melhores condições de financiamento em sistemas baseados no mercado de capitais, encontrou terreno propício ao seu desenvolvimento nos Estados Unidos e Reino Unido.

1.7 A natureza do capital e o financiamento do investimento: uma digressão.

O sistema produtivo capitalista estrutura-se sobre várias inerentes contradições, entre as quais está uma básica, a partir da qual decorrem todas as outras. A raiz das contradições do sistema capitalista está na questão da posse de riqueza. No capitalismo, a posse da riqueza apresenta caráter privado; porém, em vários momentos ela também consubstancia um caráter social.

O estoque de riqueza, que é de propriedade privada, gera fluxos de renda. Essas rendas também são privadas, mas ao caírem nos fluxos de pagamentos/recebimentos se

⁴² Hoje no Brasil praticamente apenas o sistema BNDES, que é banco estatal, opera carteira de empréstimos de longo prazo. Com a reforma do sistema financeiro, no final dos anos 90, os bancos regionais de fomento foram privatizados ou extintos, e objetivou-se também transformar os bancos privados em bancos múltiplos que operassem várias carteiras de crédito, inclusive o de longo prazo, fato este que não se efetivou de fato.

⁴³ Segundo a CNI (2003, p. 28) os *spreads* bancários têm múltiplos determinantes entre os quais se destacam as margens líquidas de lucros, as despesas administrativas e de inadimplência e a carga tributária. Os níveis médios dos *spreads* praticados pelos bancos sobre os empréstimos com base em recursos livres ficaram em 3,21%, 2,52%, 2,65% e 2,76% para o mês de agosto dos anos de 1999, 2000, 2001 e 2002, respectivamente. Essas taxas são superiores aos juros médios anuais para empréstimos de longos prazos praticados em muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

transformam, passando a apresentar também caráter social.⁴⁴ O recebimento das rendas é eminentemente individual e privado, de quem disponibiliza fatores produtivos ou estoque de capital fixo para gerar um produto, como são os salários recebidos pelos trabalhadores, ao disponibilizar força de trabalho, e os lucros dos empresários ao disponibilizar estoque de capital fixo produtivo. Assim, a posse de riqueza gera rendas privadas que, ao serem gastas e gerarem demanda efetiva, se transformam em um fluxo de renda social (fluxo circular da renda, da contabilidade social).

Porém, o estoque de riqueza não pode ser fixo ao longo do tempo, o que implicaria em uma economia estacionária. Ele deve crescer para poder permitir aumentos nas rendas e aumentos no seu próprio volume, dentro da dinâmica do processo de ampliação e reprodução do capital. Destarte, o aumento da renda provém do próprio aumento do estoque de capital, que deve crescer para poder gerar maiores rendas no sistema produtivo. Não há possibilidade de a renda crescer sem que haja aumento nos recursos produtivos.

O aumento do estoque de capital requer financiamento através de créditos fornecidos pelo sistema financeiro e instituições de créditos, e deve ser decidido a partir da validação feita por esses agentes nas apostas dos empresários em conseguir captar a maior parcela das rendas futuras com os investimentos de ampliação e/ou reposição do capital fixo produtivo a serem financiados com empréstimos. Uma vez realizados os investimentos, com os bancos referendando as apostas dos empresários, estes geram fluxos de rendas que permitem saldar os compromissos financeiros assumidos, decorrentes da contratação dos empréstimos junto aos bancos. Assim, ao captar, através dos investimentos que possibilitam o aumento do estoque de capital fixo, maior parcela das rendas geradas pela sociedade e honrar seus compromissos financeiros assumidos por conta dos empréstimos obtidos, os empresários também validam as apostas realizadas pelos bancos na capacidade daqueles em terem maior participação na distribuição da renda, fechando o circuito e criando condições para o surgimento do crédito. Sem essas validações recíprocas não haveria possibilidade da expansão do crédito e o financiamento de novos investimentos.

Aqui surge outra questão do ponto de vista do caráter privado e social dos fundos de empréstimos decorrentes do papel desempenhado pelos bancos. Os financiamentos são fornecidos pelas instituições financeiras a partir da constituição de fundos de financiamentos que são constituídos a partir de rendas acumuladas dentro da continuidade do processo de financiamento-investimentos-lucros-pagamento das dívidas-recomposição dos fundos de empréstimos/novos financiamentos. Decorre disso que os bancos, além do papel de intermediação financeira entre agentes superavitários e deficitários, também desempenham outro papel específico de transformação de depósitos privados, sejam os provenientes dos pagamentos programados dos compromissos financeiros, sejam os excedentes de rendas não consumidos pelos agentes, em fundos de empréstimos de caráter social. Estes fundos são disponibilizados aos empresários e

⁴⁴ Daí decorre a denominação do fluxo circular da renda de *Contabilidade Social*. A Contabilidade Social representa esse caráter social das rendas dentro do fluxo circular de recebimentos e pagamentos. O caráter social não necessariamente significa público.

disputados pelos que estão dispostos em apostar na sua capacidade de captação de renda na sociedade via novos investimentos. Assim, os bancos transmutam o caráter e a natureza do capital de privado, constituídos pelos depósitos, que nada mais são do que as rendas captadas e utilizadas para pagar compromissos financeiros, assim como também os depósitos de excedentes de renda não gasta, em fundos de empréstimos de caráter social.

Ao investir os recursos financeiros tomados emprestados, os empresários reconfiguram novamente o caráter e a natureza social dos recursos disponíveis nos fundos de empréstimos em recursos de caráter privado. Ao fazerem isso, assumem o risco dos negócios, que é o preço a ser pago pela reconfiguração do caráter e natureza desses recursos. Dessa forma, o risco pode ser entendido como o quinhão que deve ser possivelmente perdido ou pago diante da disputa em se transformar fundos sociais em privados no ensejo de se buscar maior participação nas rendas futuras que serão geradas pelo processo produtivo. O risco de crédito do fornecedor também é o risco do tomador de empréstimos não obter renda (lucros) futura suficiente para quitar os compromissos financeiros contraídos com o empréstimo para financiar novos investimentos. Este risco decorre da não confirmação das expectativas dos empresários quanto aos retornos esperados sobre o estoque de capital adicional investido. Isso implica no rompimento e na descontinuidade do processo financiamento-investimento-lucros-pagamento de débitos-novos empréstimos, abalando o circuito do financiamento do investimento, quebrando toda a cadeia seqüencial do processo criação de crédito e financiamento do investimento, gerando instabilidade no sistema financeiro que, segundo MINSKY (1986), são extrapolados para o sistema produtivo capitalista.

O financiamento, reconfigurado em capital de natureza privada ao ser convertido em novos investimentos em capitais fixos, permitir a ampliação da capacidade produtiva gerando novos empregos e novas rendas que passam, neste estágio, a ter nova natureza na medida em que gera rendas privadas destinadas a um conjunto de agentes: trabalhadores recebendo salários, empresários recebendo lucros, banqueiros aquinhoando sua parcela de renda através dos juros e *spreads* e rentistas que recebem dividendos. Na geração da renda através do processo produtivo, com emprego de fatores de produção, os recursos convertidos em privados com os empréstimos possibilitam rendas sociais, dentro do fluxo circular.

Do exposto podemos ver que o capital, em sua forma mais fluídica tal qual capital monetário e financeiro, passa por um recorrente processo de transmutação de sua natureza e do seu caráter de privado para social e vice-versa. É essa transmutação que garante a legitimidade da moeda enquanto numerário que expressa a forma e a posse de riqueza. Ao se adquirir um produto pago com moeda corrente, a mudança ocorrida na posse do numerário não implica alteração no caráter e na natureza da moeda, que continua sendo privada, mas quando se deposita moeda corrente em contas bancárias ocorre alteração na natureza da mesma, que será revestida de caráter social ao compor fundos de empréstimos. Assim, podemos perceber que, enquanto meio de troca, a moeda mantém suas características de ser um componente privado que muda de propriedade, mas enquanto reserva de valor ela deve ter a capacidade de transmutar sua natureza e seu

caráter de privado para social e vice-versa, para que possa ser validada no sistema financeiro e se prestar para compor fundos de empréstimos e financiar novos investimentos, garantindo, no processo de geração de novas rendas através dos novos investimentos realizados, sua capacidade de se reproduzir.

Se os numerários depositados em contas bancárias, servindo à função de reserva de valor, não possuíssem a capacidade de transmutar seu caráter e sua natureza entre privado e social, mantendo-se sempre como um componente privado, não se prestaria a constituir-se em fundos de empréstimos e também não seria usado para financiar investimentos, limitando sua capacidade de reprodução na esfera produtiva do sistema capitalista. O seu circuito de reprodução se estancaria quando fosse represado em depósitos nos bancos. Dessa forma, podemos ver que dentro de processo continuado de financiamento-investimento-lucros-pagamento de débitos-recomposição dos fundos de empréstimos-novos investimentos, requeridos para a valorização e reprodução do capital, esta também deve, nesse circuito, ser capaz de transmutar sua natureza e seu caráter de componente privado em social e vice-versa em vários momentos do processo. Sem essa possibilidade de transmutação o circuito do financiamento seria interrompido, uma vez que recursos privados (rendas dos agentes), sendo depositados, não poderiam ser convertidos em um fundo de empréstimos para o qual concorrem vários tomadores de empréstimos. Também se não houvesse a possibilidade dos fundos de capitais, de caráter social, serem convertidos em recursos privados, como são os fundos de empréstimos e sua contratação privada realizada pelo investidor para financiar investimentos, os investimentos não encontrariam fontes de financiamentos externas, sofrendo dificuldades em seu processo de reprodução e ampliação.

De forma resumida, quando sobras de rendas, que são recursos de caráter privados, são depositados em bancos, passando a constituir fundos de disponíveis para empréstimos, tem-se a transmutação desses recursos que passam a ter um caráter mais social. Por outro lado, quando são criados créditos pelos bancos aos tomadores há a reconversão do caráter dos recursos de social para novamente privado. À medida que os créditos vão sendo ressarcidos, tem-se novamente a transformação do caráter dos recursos de privado para social. Essa seqüência de transmutação é que permite a ocorrência do financiamento do investimento com a utilização de recursos de terceiros pelas empresas.

Considerações finais

Pela análise acima podemos perceber que existem diferentes concepções nos planos teóricos de análises macroeconômicas sobre o processo de financiamento do investimento. Essas diferenças resultam da forma como cada abordagem percebe o funcionamento do sistema econômico, estabelecendo, por conseguinte, pressupostos teóricos mais ou menos realísticos. Como o processo produtivo em uma economia de produção tem como consequência a produção de bens e serviços para atendimento das necessidades sociais, e como isso implica no processamento de recursos financeiros, para produzir ou ampliar os meios produtivos, os pressupostos estabelecidos pelas concepções

teóricas que percebem o funcionamento da economia como uma economia monetária de produção podem ser os que permitem uma maior aproximação da teoria econômica à realidade da qual a mesma pretende descrever.

As diferentes abordagens teóricas, analisadas acima, resultam em distintas concepções sobre o papel que os intermediários financeiros têm no processo de financiamento do investimento, sobre os fatores determinantes da poupança, do investimento e da taxa de juros e sobre os mecanismos de causas e efeitos entre essas variáveis analíticas. Nesse sentido, para a concepção teórica convencional o investimento prescinde de **poupança** previamente acumulada, sendo esta determinada pela taxa de juros real vigente, enquanto para as concepções teóricas de KEYNES e keynesiana o investimento prescinde de **liquidez financeira** que possibilite os bancos ampliar a oferta de recursos para atender a demanda de provisões financeiras dos investidores. Segundo essas concepções, o investimento é o fator que possibilita a expansão da poupança através da elevação da renda agregada causada pelos gastos produtivos dos empresários investidores.

As diferentes abordagens teóricas também conduzem a distintos modelos teórico-analíticos capazes de destacar de forma mais ou menos convincente as evidências do comportamento real dos agentes econômicos segundo o que prediz os modelos. Assim, concepções teóricas distintas, que estabelecem pressupostos mais ou menos realísticos, apresentam distinta capacidade e predizer o comportamento dos agentes e das variáveis econômicas de forma mais precisa.

Entretanto, a análise acima também permite concluir que todas as concepções teóricas, apesar de suas diferenças, mostram que o investimento é um fator fundamental para a expansão da capacidade produtiva das empresas e para o crescimento econômico. As economias capitalistas só se desenvolvem a partir de um ritmo no fluxo de investimento que possibilita ampliar a oferta de produtos para a sociedade e, por conseguinte, a melhorar as condições sócio-econômicas dos indivíduos. Por outro lado, as concepções teóricas também deixam evidente que o investimento é o fator que faz a ligação entre lado real e monetário, permitindo que bens e serviços sejam produzidos e sua produção seja ampliada, possibilitando que a riqueza humana assume sua forma mais etérea e mais metamórfica.

Resumidamente, o financiamento do investimento depende das condições em que o financiamento bancário e a liquidez da economia são estabelecidos. Facilidades ou dificuldades de se financiar investimentos através do crédito bancário condicionam a capacidade das empresas de gerarem internamente os recursos requeridos pelos planos de investimentos que estão sendo efetivados. Na hipótese das empresas terem facilidades de obterem créditos em função dos bancos terem uma postura agressiva na administração de suas carteiras de créditos e em decorrência da existência maior liquidez na economia, as empresas são menos propensas a pressionarem para cima seus preços e margens de lucros (*mark ups*) como forma de alavancar os recursos requeridos através de lucros acumulados. Na hipótese de dificuldades de alavancar recursos através do crédito, isso obriga as empresas a terem que prover os recursos requeridos pelos projetos de

investimentos através de aumentos nos preços e margens de lucros, pressionando-os para cima.

Neste capítulo fez-se uma análise dos fatores de ordem mais macroeconômica que condicionam o mercado de crédito, a liquidez da economia e influenciam a capacidade de financiamento das empresas, condicionando, portanto, sua necessidade de gerar recursos próprios para financiar os projetos de investimentos em execução. Portanto, faz-se necessário a realização de análise focada nos fatores microeconômicos que influem na capacidade das empresas de gerar estes recursos internos através de suas atividades, o que será realizado no próximo capítulo.

Capítulo 2

O financiamento do investimento: uma abordagem micro a partir da estrutura de mercado e da dinâmica concorrencial.

Neste capítulo será realizada uma análise sobre os fatores que afetam o financiamento do investimento, dando destaque para a acumulação interna da firma que se insere em uma estrutura industrial produtiva e está sob a égide de uma dinâmica concorrencial específica. Portanto, a abordagem aqui evidencia os elementos mais internos às firmas e às estruturas de mercado, constituindo, portanto, uma abordagem mais microeconômica.

A metodologia empregada corresponde a realização de revisão bibliográfica sobre as contribuições teóricas mais importantes existentes objetivando destacar seus elementos centrais referentes ao financiamento do investimento. Cabe destacar que, em decorrência da complexidade, da amplitude e da variedade de abordagens existentes, o esforço aqui empregado para a compreensão das relações entre expansão do capital fixo e as alternativas encontradas e utilizadas pelas empresas para financiar esta expansão não pretende ser exaustiva; tampouco isto constituía uma pretensão. No entanto, não desmerece e tampouco invalida o esforço realizado.

O capítulo inicia com a colocação do problema do investimento sob os aspectos microeconômicos. Em seguida analisa acumulação interna no oligopólio objetivando destacar as relações entre poder de mercado e capacidade de financiamento nestas estruturas de mercado. Como as estruturas de mercados são dinâmicas em suas estratégias de concorrência e isto implica em introduzirem progresso técnico de forma constante ou não com implicações claras sobre a capacidade de acumulação interna, faz-se uma análise sobre as relações existentes entre o progresso técnico, a acumulação interna e a capacidade de autofinanciamento. A introdução de progresso técnico altera as condições das firmas quanto ao seu potencial de acumulação, potencial este que depende e está relacionado com as diferentes estruturas de mercado existentes, em que cada uma

possui formas diferenciadas de competição e introdução de inovações técnicas capazes de afetar o potencial de acumulação e de autofinanciamento.

A revisão teórica segue com análise sobre as relações entre investimento, fragilidade financeira e crescimento auto-sustentado, objetivando evidenciar os fatores determinantes da capacidade das empresas de diferentes estruturas de mercados estabelecerem seus ganhos e a busca de recursos de fontes externas (recursos de terceiros) para o financiamento. Destaque é dado para relação entre grau de endividamento e financiamento. Em seqüência, faz-se a apresentação de uma forma dinâmica de financiamento do investimento a partir de uma proposta de integração das abordagens teóricas de STEINDL e de WOOD. Como será possível perceber, a integração destas duas abordagens possibilita uma análise não só mais realista quanto às decisões de investir dos empresários e quanto ao financiamento do investimento, mas também constitui uma abordagem mais dinâmica.

2.1 O problema do financiamento do investimento: aspectos micro.

A literatura econômica estabelece que os recursos para financiar os investimentos das empresas são provenientes basicamente de duas fontes: as internas e as externas. As fontes internas são constituídas pelos lucros retidos e pelas reservas para depreciação, enquanto que as externas são constituídas por capitais de terceiros contratados pelas firmas através de empréstimos e/ou emissão e lançamento de novos títulos de rendas fixas e variáveis.

Os recursos internos – lucros retidos e reservas para depreciação – compõem conjuntamente o que é chamado pela literatura microeconômica de acumulação interna das firmas (KALECKI, 1985), ou seja, são recursos acumulados a partir de suas atividades produtivas geradoras de excedentes econômicos. Assim, podemos perceber que quanto mais a firma produzir e vender, e quanto mais elevados forem os diferenciais dos custos produtivos em relação aos preços de venda, maiores serão as receitas operacionais brutas e líquidas provenientes da comercialização de bens e serviços e maiores também serão as margens de lucros auferidas pelas firmas ou setores produtivos; como conseqüência, maiores serão os recursos que as firmas terão à sua disposição para financiar seus investimentos planejados ou distribuir dividendos.

As fontes externas – os recursos obtidos através de empréstimos e/ou emissões e lançamento de novos títulos e ações – dependem, entre outros fatores estabelecidos pela teoria econômica, da rentabilidade dos projetos de investimento em relação à taxa de juros do mercado de empréstimos bancários – ou seja, daquilo que se convencionou chamar de “eficiência marginal do capital” – e do risco da perda do controle acionário da empresa, ou do “princípio do risco crescente”. O conceito de eficiência marginal do capital foi inicialmente estabelecido por FISHER (1984), sendo melhor desenvolvido e discutido por KEYNES (1985) e pelo pensamento econômico que se estruturou a partir

dele.⁴⁵ Já o princípio do risco crescente foi amplamente discutido por KALECKI (1985) e também pelas formulações analíticas que se estruturaram a partir de suas contribuições.

Dada uma estrutura produtiva inicial, para que haja aumento da capacidade produtiva é necessária a realização de investimentos em capital fixo que só podem ser financiados através de recursos próprios acumulados internamente, ou de capital de terceiros. Objetiva-se, com a expansão da capacidade produtiva, aumentar a produção, manter a participação da firma no mercado frente as variações na demanda ou a realização de um determinado grau de capacidade ociosa planejada como forma de se criar barreiras à entrada de novos concorrentes, procedimentos estes muito recorrentes em determinadas estruturas produtivas oligopólicas, sobretudo no oligopólio concentrado.

Portanto, os lucros retidos juntamente com as reservas para depreciação – o que na literatura econômica é denominado de acumulação interna – constituem-se nas fontes internas de financiamento do investimento para expansão da capacidade produtiva. Dessa maneira, estudando as fontes de financiamento dos investimentos das empresas norte-americanas e inglesas, FILARDO (1980) estabelece que:

“há regularidade, para uma série de anos, da divisão das fontes de financiamento das empresas entre recursos próprios [acumulação interna] e de terceiros, mostrando o papel preponderante que os recursos próprios têm no financiamento das despesas com investimentos em capital fixo” (1980, p. 23).

Segundo FILARDO (1980, p. 23), os investimentos em capital fixo financiados com recursos próprios alcançaram média de 88,5% para as empresas norte-americanas durante o período de 1946 a 1975, e média de 116,9% para as empresas inglesas no período de 1963 a 1970. Isso demonstra que nas economias capitalistas desenvolvidas, como são as duas economias analisadas, os lucros retidos e as reservas para depreciação, o que estamos denominando de acumulação interna, são as mais importantes fontes de recursos para financiar o investimento em ampliação da capacidade produtiva (capital fixo) das empresas.

Essa importância dos recursos próprios como fonte de financiamento dos investimentos implica a necessidade de uma análise mais detalhada e criteriosa da resposta dos investimentos efetivos realizados pelas firmas em um determinado período de tempo em relação à sua acumulação interna, ou seja, é necessário identificar qual é a sensibilidade dos investimentos realizados pelas firmas em capital fixo em relação à acumulação interna.

Das análises teóricas de SYLOS-LABINI (1986) e STEINDL (1983) depreende-se que setores produtivos mais concentrados, por terem maior capacidade de influir discricionariamente sobre os preços e margens de lucros (*mark up*) devido ao seu maior

⁴⁵ O próprio KEYNES reconhece em sua obra *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (1985, p. 104) que, apesar de FISHER a ter chamado de “a taxa de rendimento em relação aos custos”, essa definição é idêntica ao que ele denomina de “*eficiência marginal do capital*”.

poder de mercado, estes setores têm maior capacidade de obter e acumular lucros a partir das atividades produtivas. Isso implica em maior capacidade de acumular recursos internamente e, por consequência, de financiar investimentos a partir de fontes de recursos próprios.

Dessa forma, é de se esperar que entre dois setores produtivos com graus distintos de concentração de suas atividades como, por exemplo, um oligopólio concentrado e um oligopólio competitivo, segundo a taxonomia e classificação realizada pela literatura microeconômica,⁴⁶ existam diferenças na capacidade de financiarem seus investimentos em ampliação da capacidade produtiva através da utilização de recursos próprios e de terceiros. Assim, o autofinanciamento, entendido como a capacidade de financiar investimentos com recursos próprios a partir da acumulação interna, torna-se maior para setor que apresenta maior grau de concentração e, por consequência, maior poder de mercado, *vis-à-vis* setor menos concentrado.

A obtenção de recursos através da atividade produtiva está diretamente relacionada às características estruturais do setor produtivo. SYLOS-LABINI (1986) e STEINDL (1983), assim como grande parte das análises dos modelos de estrutura-conduta-desempenho, constataram evidências de relações diretas entre concentração das atividades produtivas (estrutura) e a rentabilidade (desempenho). Essas relações resultam: i) da distribuição do mercado, ou seja, da participação que cada firma tem sobre o mercado; ii) da magnitude da inelasticidade da demanda; e iii) das características concorrencias de cada oligopólio, desde o concorrencial até o diferenciado e o concentrado. Em mercados concentrados, as grandes firmas estabelecem os preços no sentido de impor um valor mínimo de comercialização, de estabelecer preços impeditivos à entrada de novos concorrentes ou de eliminar outros produtores existentes.

As relações entre acumulação interna e investimento também foram analisadas por KALECKI (1985) ao estabelecer, do ponto de vista da dinâmica econômica, os determinantes dos investimentos. Segundo KALECKI, as decisões de investir são determinadas pela taxa de acumulação interna das firmas – ou poupanças brutas acumuladas –, pela taxa de variação dos lucros no tempo e pela taxa de variação do estoque de capital no tempo, além de um elemento exógeno que tem a pretensão de captar as influências que o progresso técnico tem sobre as decisões de investir.

A capacidade que as empresas possuem de financiar seus investimentos com recursos próprios – ou seja, sua capacidade de autofinanciamento – é definida, portanto, pela relação entre a acumulação interna (lucro retidos mais reservas de depreciação) e os investimentos realizados em determinado período de tempo. Essa relação pode ser estabelecida através da medida da sensibilidade dos investimentos em relação aos níveis dos lucros não distribuídos mais as reservas para depreciações. A sensibilidade dos

⁴⁶ TAVARES (1985), GUIMARÃES (1987) e POSSAS (1990) fazem análises das contribuições teóricas na literatura econômica sobre a concentração do mercado destacando suas consequências para o processo concorrencial interno em cada uma das estruturas, apresentando propostas de taxonomias de estruturas de mercados que vão do mercado competitivo ao oligopólio puro (TAVARES) ou concentrado (POSSAS), passando por estruturas intermediárias como o oligopólio diferenciado, o oligopólio diferenciado concentrado, entre outras.

investimentos à acumulação interna pode ser analisada através da elasticidade daqueles às variações ocorridas na acumulação interna estabelecida a partir de modelo que evidencie esta relação. Nesse sentido, o coeficiente do modelo que relaciona investimento aos lucros líquidos e às reservas para depreciação expressa o quanto as empresas de um setor produtivo são sensíveis ao tomarem decisões de investir em relação ao volume de lucros e depreciações obtidos em determinado período de tempo.

Dessa forma, se a relação entre as variáveis dependentes (volume de investimento) e independentes (lucros e reservas) for forte – ou seja, se os parâmetros das equações do modelo apresentarem um elevada significância – fica claro que para aquele setor os investimentos são bastante sensíveis à acumulação interna das empresas, corroborando com as formulações teóricas de que a acumulação interna representa a maior fonte de recursos para financiar investimentos em ampliação e/ou expansão da capacidade produtiva. Por outro lado, se tal relação for relativamente fraca, ou seja, se o coeficiente que mede a sensibilidade dos investimentos aos recursos acumulados internamente não for estatisticamente significativo, entender-se-á que os lucros retidos e as reservas de depreciação são suplantados por outras fontes de financiamento do investimento e, portanto, o grau de autofinanciamento das empresas desses setores é baixo. Nesse caso, a explicação do financiamento do investimento deve ser buscada em outros fatores que não os lucros retidos e as reservas de depreciação, ou seja, a acumulação interna. Dessa forma, os recursos de terceiros, captados na forma de empréstimos e/ou emissões de títulos de rendas fixas ou variáveis, devem ser os fatores explicativos do financiamento do investimento.

A literatura econômica, nas matrizes teóricas de SYLOS-LABINI - STEINDL e dos modelos de estrutura-conduta-desempenho, também estabelece que as firmas pertencentes a setores com estrutura de mercado mais concentrada apresentam maiores níveis de *mark up* e de taxa de lucros, resultado das capacidades diferenciadas que apresentam de influir discricionariamente no mercado, no preço e nas margens de lucros (*mark ups*). Nesse sentido, as empresas pertencentes às estruturas de mercados mais concentradas como, por exemplo, o oligopólio puro e/ou concentrado e o oligopólio diferenciado, devem apresentar maior capacidade de autofinanciar seus investimentos, uma vez que seus níveis de rentabilidade são suficientes altos para garantir recursos internos em patamares mais elevados em relação às empresas de setores produtivos menos concentrados. Em outras palavras, as empresas de estrutura de mercado como, por exemplo, oligopólios concentrado e diferenciado-concentrado, por possuírem capacidade de influir discricionariamente sobre os preços e, através disso, influir indiretamente sobre a rentabilidade do setor, apresentam capacidade diferenciada de obtenção de recursos através da atividade produtiva em relação às empresas pertencentes a setores produtivos menos concentrados, como, por exemplo, o oligopólio concorrencial ou setores produtivos não oligopolizados. Em função do exposto, faremos a seguir uma análise sobre as estruturas de mercados oligopólicas e sua capacidade de acumulação interna.

2.2 Oligopólio e acumulação interna.

O comportamento oligopolístico das empresas já foi sistematicamente analisado pela literatura econômica,⁴⁷ destacando que as características do mercado afetam a rentabilidade e o desempenho do setor em função de as firmas pertencentes a setores mais oligopolísticos apresentarem maior poder de mercado e terem, portanto, condições de influir discricionariamente sobre o mesmo.

As firmas pertencentes a mercados oligopólicos, segundo STEINDL (1983) e SYLOS-LABINI (1986) destacam-se pela capacidade que apresentam de estabelecerem preços acima dos custos produtivos, garantindo assim margens de lucros e, por conseguinte, rentabilidade para a atividade de produção. As firmas pertencentes à estruturas de mercados competitivos, por sua vez, dispõem de poucas condições para influir no preço, comportando-se como tomadoras de preços estabelecidos pelos mecanismos da oferta e da procura. Nestes mercados os preços são estabelecidos ao nível apenas suficiente para remunerar o custo dos capitais produtivos empregados na produção, incluindo o lucro do empresário (lucro normal, segundo a literatura econômica ortodoxa).

WOOD (1980), ao analisar o financiamento do investimento, estabelece que a capacidade das firmas e dos setores produtivos financiarem seus investimentos é definida pela fronteira de oportunidades e pela fronteira de investimento. A fronteira de oportunidades é definida como o conjunto de estratégias que se constituem em um

“pacote determinado que inclui níveis de preços e produção, políticas de vendas, projetos de investimentos etc., que é plausível no sentido de que o investimento envolvido proveria a capacidade instalada exigida pelo crescimento da demanda”
(WOOD, 1980, p. 80).

Está implícita nessa definição que as firmas têm condições de influir sobre uma série de variáveis no sentido de obterem os recursos necessários ao financiamento do investimento requerido para atender a demanda pelo seu produto. A fronteira de oportunidades está associada e relacionada às variáveis de decisões que são passíveis de serem monitoradas pelas firmas, quais sejam: preço, produção, vendas e projetos de investimentos, estando implícito nisso a capacidade de autofinanciamento das empresas. O monitoramento dessas variáveis deve objetivar fundamentalmente a obtenção dos recursos necessários para financiar os investimentos em capital fixo. Assim, os recursos requeridos para financiar os investimentos são providos por uma taxa de lucro que é função, segundo WOOD (1980, p. 86), do crescimento percentual das vendas⁴⁸ e da taxa do coeficiente de investimento.⁴⁹

⁴⁷ POSSAS (1990) faz um importante *survey* sobre os autores que analisam como os preços são determinados em mercados oligopólicos, mostrando também que as próprias estruturas de mercados são dinâmicas do ponto de vista da determinação do preço, da quantidade e da estratégia concorrencial, modificando-se ao longo do tempo, resultado do próprio processo de concorrência que modifica e condiciona as mudanças das estruturas de mercados.

⁴⁸ Segundo WOOD (1980), esse crescimento percentual das vendas é definido pela relação entre a diferença no volume das vendas ocorridas entre dois períodos e o volume das vendas do primeiro período; ou seja: $(V_t - V_{t-1})/V_{t-1}$.

A premissa básica, portanto, é que as empresas que possuem estruturas de mercados mais concentrados, por apresentarem condições apropriadas de práticas oligopolísticas, apresentam relação entre acumulação interna e investimento mais forte que as empresas pertencentes a setores produtivos com comportamento mais competitivos. Estas apresentam condições menos favoráveis para financiar seus investimentos através da acumulação interna, em função da menor capacidade de manutenção de suas margens de lucros. Suas fronteiras de oportunidades, dadas as características do mercado, são relativamente mais estreitas e suas fronteiras de investimentos, por conseguinte, também apresenta limitações.

Do ponto de vista das estruturas de mercados das economias em desenvolvimento, com destaque para o caso dos setores produtivos brasileiros, a hipótese de que as empresas brasileiras dependem muito mais dos recursos próprios para financiar investimentos do que de recursos de terceiros é corroborada pela debilidade, precariedade e pela estrutura inadequada de um sistema financeiro com reduzida capacidade de fornecimento de fundos de crédito de longo prazo para financiamento de investimentos em capital fixo e pela débil estrutura do mercado de capital local. Ao contrário, em países de economia avançada, a configuração dos fatores determina formas alternativas verdadeiramente eficazes de captação de recursos de terceiros, possibilitando a obtenção, pelas firmas inversoras, de recursos adicionais aos lucros para financiar projetos de investimentos.⁵⁰

Isso resulta, portanto, em pouca utilização das Bolsas de Valores como mecanismo de captação de recursos para financiar a ampliação e/ou expansão da estrutura produtiva, determinando que as empresas dependam muito mais das fontes internas do que dos recursos externos. Por outro lado, a debilidade do sistema financeiro, ou a quase inexistência de bancos de financiamentos para provisão de fundos de longo prazo, estabelece uma alta dependência das empresas em relação aos lucros retidos e reservas de depreciação – a acumulação interna – para financiar os investimentos planejados em execução. Isso possibilita restabelecer e reforçar a suposição inicial de que as empresas brasileiras, assim como as inglesas e as norte-americanas, conforme visto, também apresentam elevado grau de autofinanciamento.

De outra forma, pode-se dizer que a frágil ou débil estrutura de um sistema bancário de financiamento de longo prazo e a incipiente estrutura das bolsas de valores brasileiras para auxiliar o sistema produtivo no financiamento do investimento é função e reflexo da baixa necessidade que as empresas dos países em desenvolvimento e as

⁴⁹ O coeficiente de investimento é definido pela proporção dos gastos com investimentos em relação ao aumento absoluto da receita de vendas, ou seja: $I / (V_t - V_{t-1})$.

⁵⁰ Segundo a Confederação Nacional da Indústria, (CNI, 2001, p. 33), “o grau de endividamento das empresas [brasileiras] é fator favorável à decisão de investir para a metade delas, e desfavorável para a outra metade, registrando um indicador próximo à linha divisória de 50 pontos. Já a capacidade de autofinanciamento tem afetado positivamente 58% das empresas. Deve-se ressaltar, porém, que ao se analisar os resultados desagregados por parte das empresas constata-se que pouco mais da metade das pequenas empresas aponta a capacidade de autofinanciamento como desfavorável”.

brasileiras apresentam em termos da necessidade de utilização destes mecanismos para obtenção de recursos para financiar seus projetos de investimentos. Estes acabam sendo, em sua maioria, financiado com recursos próprios acumulados internamente, o que estabelece uma relação mínima entre as empresas e os capitais de terceiros, resultando daí a debilidade e a precariedade da estrutura de financiamento de longo prazo e a pouca estruturação dos mercados de capitais como mecanismos de financiamentos dos investimentos.⁵¹ Esta baixa necessidade de fundos externos para financiar a expansão da capacidade produtiva pode estar relacionada com a elevada rentabilidade das empresas que, por sua vez, pode decorrer do baixo risco para o capital e do elevado grau de oligopolização da economia, o que garante às empresas elevado poder de mercado, sendo os preços estabelecidos em função do grau de monopólio, conforme analisado por KALECKI. (1985).

A partir dessa formulação inicial do problema e da matriz teórica de SYLOS-LABINI e STEINDL é possível estabelecer que distintas estruturas de mercado possuam condições e capacidades diferenciadas de acumulação interna. Isso é evidenciado por STEINDL (1983, p. 62) ao destacar que as firmas,

*“devido a economias de escala, ou (...) devido à adoção de qualquer inovação técnica que reduza os custos, possuem maiores margens de lucro bruto e maiores margens de lucro líquido do que as firmas marginais, essas firmas muitas vezes apresentarão uma tendência natural para expandir-se, em relação às outras firmas”.*⁵²

Dessa forma, pode-se estabelecer como suposto que as firmas pertencentes a estruturas de mercados mais concentradas, como, por exemplo, os oligopólios concentrados, apresentam maiores taxas de acumulação interna se comparadas às firmas pertencentes a estruturas de mercados menos concentradas, a exemplo do oligopólio competitivo. Fica evidente, portanto, que para STEINDL a margem de lucro e a taxa de acumulação interna estão diretamente e estritamente correlacionadas com a introdução

⁵¹ Ainda segundo a CNI (2001, p. 33), “a disponibilidade ou o acesso a financiamento de longo prazo é apontado como favorável por 49% das empresas, mas tal percentual reduz-se para 39% quando se consideram apenas as pequenas empresas. Ou seja, (...) **a oferta de financiamento de longo prazo continua como um dos principais entraves ao crescimento do nível de investimento no Brasil, em especial para as empresas de menor porte**” (grifos nossos). Na mesma linha, e corroborando com a argumentação, a CNI e CEPAL (2003, pp. 14-15), ao analisar o financiamento do investimento através do mercado de capitais, afirmam que “o mercado de capitais no Brasil é uma fonte relativamente pouco importante de financiamento às empresas”, sendo que no período mais vigoroso de crescimento deste mercado (meados dos anos 90), “as emissões primárias de debêntures, ações e notas promissórias corresponderam a não mais que 6% ou 7% do total das operações de crédito bancário”, tendência esta acentuada pelo pequeno número de empresas aptas a captar recursos com o público através da emissão de valores mobiliários. Dessa forma, “a contrapartida deste aparente desinteresse das empresas brasileiras na emissão de valores mobiliários é o subdesenvolvimento do mercado de capitais”, mercado este que “vem sofrendo uma involução da qual, talvez, a face mais visível seja o atrofiamento do mercado secundário, de cujo bom funcionamento depende o sucesso das emissões primárias” (CNI, 2003, p. 16). Isso, segundo FREITAS e PRATES (2001), se expressa nos reduzidos graus de aprofundamentos dos mercados primários e secundários, bem como no baixo índice de capitalização do mercado de valores mobiliários brasileiro.

⁵² Conforme STEINDL (1983, p. 62), “isso porque as firmas com maiores margens de lucros (...) acumularão recursos internos, e os acumularão a uma taxa que cresce à medida em que aumenta a sua vantagem diferencial. As firmas marginais, quando obtêm lucros apenas normais, provavelmente nada acumularão, como grupo”.

de progresso técnico, resultando em diferenciais de custos e de taxa de lucro.⁵³ Dessa forma, podemos perceber que a capacidade de autofinanciar investimento está relacionada com a capacidade de introdução de progresso técnico no processo produtivo. Esta, por sua vez, relaciona-se com o grau de monopólio e com a capacidade de estabelecer preços.

O exposto resulta em duas implicações teóricas importantes. Primeiramente, um maior potencial de acumulação, sobretudo das firmas “bem sucedidas”, implica em uma maior tendência de concentrar o mercado. Esta concentração poderá ser tanto relativa – aumento da participação de algumas empresas na indústria – como absoluta – pela eliminação de firmas “marginais” concorrentes, resultando na redução do número de firmas participantes na indústria. Em segundo lugar, fica evidente que as firmas “progressistas”, por introduzirem progresso técnico e, por conseqüência, operarem com vantagem diferenciais nos custos, apresentam um maior grau de autofinanciamento do investimento *vis-à-vis* as firmas ditas “marginais”.

O maior grau de autofinanciamento do investimento em capital fixo decorre, portanto, do maior potencial de acumulação interna, da introdução de progresso técnico, bem como de poder de mercado relacionado às firmas “progressistas”. Estes fatores estão correlacionados com práticas monopolistas de mercado exercidas pelas firmas líderes. Nesse aspecto, podemos dizer que estruturas de mercados como oligopólios concentrados como, por exemplo, do setor de cimento, apresentam maiores taxas de acumulação interna do que estruturas de mercado com comportamento mais competitivo como, por exemplo, o setor têxtil. Neste setor, o potencial de acumulação é menor, determinado pelos custos mais elevados com que as empresas operam, pelo baixo índice de introdução de progresso técnico, pela característica das firmas serem *price taker*, ao invés de *price maker*, e pelo fato de suas margens de lucros serem elásticas à baixa, resultado do processo de concorrência que é estabelecido fundamentalmente via preço. Adicionalmente, estes setores também apresentam recorrentemente características de um maior número de empresas participantes no mercado.

Isso não ocorre com os oligopólios concentrados – indústrias oligopolistas em STEINDL – visto que as margens de lucro são inelásticas à baixa e elásticas para cima, mesmo em períodos recessivos.⁵⁴ Isso resulta do fato da concorrência nestas indústrias ser estabelecida através da diferenciação de produto, gastos com vendas, manutenção de capacidade ociosa, entre outros fatores, nunca em preços. Como conseqüência, a

⁵³ Ainda segundo STEINDL (1983, p. 66), “se a margem de lucro aumentar devido à adoção de novos métodos técnicos que proporcionem uma vantagem de custo diferencial a taxa de lucro sobre o capital empregado também aumentará, a menos que haja um aumento na intensidade de capital que compense o aumento dos lucros”.

⁵⁴ Conforme STEINDL (1983, p. 29) “em quase todas as indústrias oligopolistas, onde um número reduzido de grandes empresas exerce influência dominante sobre os preços, prevalece a rigidez de preços”. Daí o autor conclui que “seria completamente inútil [para as firmas] alterar os preços em resposta a mudanças de demanda a curto prazo, porque a elasticidade dessa demanda é muito baixa. A situação a curto prazo pode ser diferente a de longo prazo, quando os hábitos dos consumidores ou os métodos de produção podem ser suficientemente modificados para alterar a demanda de um bem de consumo ou de um bem de produção, em reação a uma mudança de preços” (STEINDL, 1983, p. 31). Com isso o autor descarta a elasticidade-preço como mecanismo adotado para se estabelecer preços, mudando totalmente o enfoque ao assinalar que estes têm relação com o diferencial de custos entre as firmas diferentes, os quais têm importante ligação com a intensidade da concorrência.

capacidade de autofinanciamento das empresas pertencentes a estruturas de mercados como, por exemplo, dos oligopólios concentrados, oligopólios diferenciados e oligopólios diferenciados-concentrados são muito maiores do que das empresas pertencentes a estruturas de mercados com características mais competitivas.

É dentro desta concepção que TAVARES (1985, p. 32) estabelece que:

“o processo de oligopolização, representa, sim, do ponto de vista teórico-histórico, uma tendência de longo prazo mediante a qual se vão configurando várias formas estruturais de organização monopólica e não apenas uma forma de concorrência intercapitalista na fase declinante ou ascendente do ciclo de expansão do capital”,

e que todas essas formas de organização capitalista

“tendem a defender as margens globais de lucros por 'bloco de capital' a longo prazo, e não se verifica mais a tendência à igualação da taxa de lucro dentro de cada estrutura produtiva diferenciada e descontínua ao mesmo tempo em que se diferenciam endogenamente as estruturas técnicas de produção, estas se articulam internamente através de margens diferenciais de lucro em cada ciclo de expansão. Neste ciclo, as margens brutas de lucro das grandes empresas oligopólicas são rígidas à baixa” (TAVARES, 1985, p. 33).

Diante do quadro aqui estabelecido, pretende-se com este estudo contribuir para a realização de uma análise sobre o grau de autofinanciamento do investimento das empresas brasileiras que relacione a taxa de acumulação interna aos investimentos realizados em capital fixo pelas empresas brasileiras, objeto de análise da próxima seção. Para tanto, será necessária uma análise sobre a acumulação de capital em relação à introdução de progresso técnico, tendo em vista sua correlação com a capacidade das empresas autofinanciar seus investimentos. Não obstante isso, o estudo da capacidade das empresas autofinanciarem seus investimentos será realizado através da análise da acumulação interna de capital em duas estruturas de mercados, com o objetivo de se constatar ou não a existência de capacidades diferenciadas em suas possibilidades de autofinanciamentos relativas a cada um dos tipos de estrutura de mercado.

Para se constatar as hipóteses levantadas no presente estudo, a análise será realizada através da relação entre acumulação interna - lucros retidos e reservas de depreciação - e os investimentos em capital fixo ocorridos em determinado período. Portanto, fica evidente que se a relação entre acumulação interna e os investimentos realizados for maior nas empresas de setores concentrados em relação a setores mais competitivos, isso demonstrará não só que as empresas pertencentes a indústrias mais concentradas utilizam mais recursos próprios para autofinanciar seus investimentos, como também que esta capacidade é maior para as empresas dos setores mais “progressistas” do que para as empresas “marginais”, à lá STEINDL. Nesse sentido, se a relação entre estas duas variáveis for mais forte e significativa para as empresas do setor cimento do que para as empresas do setor têxtil, pode-se concluir que as empresas

“progressistas” têm maior capacidade de financiar seus investimentos através de recursos próprios, acumulados internamente, se comparado com as empresas “marginais”; ou seja, que as empresas pertencentes a setores mais oligopolizados apresentam maior capacidade de autofinanciar seus investimentos através dos lucros retidos e das reservas de depreciação do que as empresas de setores menos oligopolizados.

Não obstante o fato de que a capacidade de acumulação interna estar relacionada às características oligopólicas dos mercados, ela também é influenciada pela introdução de progresso técnico levado a cabo pelas firmas, o que será analisado na seção seguinte.

2.3 Progresso técnico, acumulação de capital e autofinanciamento.

Não é de hoje que o problema do desenvolvimento e da acumulação interna em uma economia capitalista é tratado pela teoria econômica. A análise desse problema vem dos primórdios desta ciência; porém, é MARX (2004) quem dá maior formalidade a esta questão em suas análises do processo de acumulação com reprodução ampliada do capital. Pode-se dizer hoje que, em última instância, o problema do desenvolvimento das economias capitalistas avançadas acaba se transformando no problema da acumulação de capital que elas enfrentam. As variadas formas de geração e acumulação de capital, resultantes das diferentes maneiras em que é estabelecida a competição inter-capitalista no processo produtivo, e a própria interação delas determinam a tônica do desenvolvimento de uma economia capitalista. Essas formas de geração e acumulação de capital dependem, por sua vez, do grau em que é empregada a tecnologia.

A evolução do sistema capitalista de produção está diretamente relacionada ao progresso técnico que eleva a produtividade e reduz o tempo de trabalho necessário para se produzir um determinado bem implicando no conseqüente aumento do lucro.⁵⁵ Isso possibilita um aumento no potencial de acumulação interna das firmas de determinada indústria que apresentam melhores técnicas de produção que, por sua vez, são determinadas pela elevação da produtividade da força de trabalho acima de sua escala reprodutiva. É dessa forma que o sistema capitalista de produção obtém condições para sua expansão, tendo como elemento determinante da dinâmica do crescimento, quer seja no plano individual das firmas ou indústrias, quer seja da economia da concorrência capitalista.

Não é possível, portanto, analisar o crescimento econômico sem um estudo detalhado das formas de geração e acumulação de capital associado ao progresso técnico utilizado no processo produtivo, pois este último é um fator que determina a concorrência intra-indústria ao estabelecer a ocorrência de diferenciais de custos de produção no seu próprio interior e, conseqüentemente, possibilitar significativas diferenças nas taxas de lucros para as empresas. Portanto, um dos fatores – senão o mais

⁵⁵ Pode-se considerar que SMITH foi o primeiro autor a analisar as implicações da introdução do progresso técnico para o crescimento da produtividade ao destacar que a divisão do trabalho proporciona aumento da destreza e das habilidades dos trabalhadores, possibilitando o aumento da produtividade do trabalho, a redução dos custos e o aumento dos lucros.

importante – que possibilita a concorrência e que determina a dinâmica da acumulação de capital é o progresso técnico. Dessa forma, o progresso técnico, de acordo com as formulações teóricas da organização industrial recente, é a arma da concorrência capitalista que determina a potencialidade do crescimento econômico, além de estabelecer a dinâmica de acumulação do capital.

A primeira formulação do progresso técnico aparece em SMITH, quando analisa que a divisão do trabalho, através da execução de tarefas específicas pelo trabalhador especializado, potencializa o processo produtivo na medida em que eleva a produtividade do trabalho. As limitações ao desenvolvimento produtivo e da acumulação de capital eram, segundo SMITH, função da expansão da força de trabalho, no sentido em que o produtor individual executava todas as tarefas na elaboração do produto. Este tipo de processo produtivo não dinamizava a produção, pois o produtor era o artesão que não executava trabalho especializado. Com a divisão do trabalho e a execução de tarefas específicas por cada produtor, a mão-de-obra tornar-se-ia especializada, dinamizando a produção.

RICARDO (1982) também analisou, por outro lado, o progresso técnico com o objetivo de considerar a distribuição da renda, dando mais ênfase aos aspectos que a maquinaria exercia sobre a distribuição. Para este autor, o progresso técnico era introduzido através da maquinaria, que levava a uma concentração absoluta da renda em favor dos proprietários dos meios de produção. A introdução do progresso técnico, principalmente na agricultura, e o conseqüente aumento da produtividade agrícola faria com que, por um lado, os salários reais declinassem na indústria além de proporcionar matérias-primas mais baratas para a mesma e, por outro, levaria ao abandono de terras menos férteis. Isto se traduziria no conseqüente aumento dos lucros e na acumulação de capital.

MARX interpreta o progresso técnico sob vários aspectos. Primeiramente no *Manifesto Comunista*, quando analisa que o modo de produção capitalista está sujeito a mudanças nas técnicas do processo produtivo. Posteriormente, em *Trabalho Assalariado e Capital*, em que discute como a contradição entre capital e trabalho fomenta as mudanças técnicas; e finalmente, em *O Capital*, quando estabelece que a extração de mais-valia relativa estimula a introdução do progresso técnico à medida que os capitalistas efetuam investimentos em técnicas produtivas mais modernas com o objetivo de obterem diferenciais na acumulação interna. A contrapartida, segundo o autor, é a elevação da composição orgânica do capital que deprime a taxa de mais-valia e, conseqüentemente, reduz a taxa de lucro geral do sistema capitalista.

Análises mais recentes do progresso técnico têm analisado essa questão sob vários ângulos. Uma forma específica é a apresentada por TAVARES (1985, p. 44) quando demonstra que em economias capitalistas desenvolvidas,

“O problema central da acumulação oligopólica reside em que a competição intercapitalista passa a realizar-se cada vez mais pela introdução acelerada do progresso técnico, pela diferenciação da estrutura de consumo (diferenciação de

produtos) e a conquista de novos mercados. Nestas condições, o equilíbrio dinâmico entre potencial de acumulação de longo prazo, taxa efetiva de crescimento e condições de realização plena da produção deixa de depender da estabilidade da relação lucros/salários”.

Podemos inferir desta passagem que cada vez mais a introdução de progresso técnico é o fator dinâmico da determinação do processo de competição e da concorrência capitalista, acentuando ainda mais o caráter excludente de mão-de-obra, implicando na queda sistemática da participação dos salários no valor do produto no longo prazo.

O progresso técnico tem sido, portanto, analisado através do processo de concorrência entre os produtores, determinando a estes adotarem novas técnicas produtivas, pois em períodos de expansão da demanda os que assim não procederem estarão sujeitos a perder parte de seu mercado para as firmas concorrentes. Sob outra perspectiva, a introdução do progresso técnico tem sido analisada também pelo viés da economia da guerra, em que os países mais desenvolvidos estimulam o crescimento de determinados setores ou atividades por serem estratégicos. Estes setores acabam, por sua vez, pressionando outros a produzirem com melhores técnicas, gerando um movimento em cadeia de introdução de inovações produtivas. É o caso, por exemplo, do desenvolvimento da indústria bélica norte-americana, principalmente os tecnologicamente mais avançados como, por exemplo, microeletrônicos e de computadores, com seus estímulos transbordados para outros setores econômicos.

O estudo do progresso técnico é importante na medida em que existe uma heterogeneidade no tamanho das firmas que compõem o processo de competição numa economia capitalista “saudável”, como bem salienta STEINDL (1983), em que a forma de adoção de progresso técnico varia com o tamanho delas e com a concentração da indústria. Firms maiores – geralmente as mais “progressistas”, no sentido de possuírem maior grau de introdução de novas técnicas produtivas e novos produtos – e indústrias mais concentradas, onde a forma de concorrência é mais acirrada, tendem a possuir uma maior taxa de acumulação e, conseqüentemente, maior grau de autofinanciamento do investimento em expansão da capacidade produtiva, na medida em que possuem maiores margens e taxas de lucros. Os diferentes tamanhos das firmas, associado à capacidade de introdução de progresso técnico, estabelecem diferentes capacidade de acumulação de capital e de autofinanciamento.

A introdução do progresso técnico na estrutura de produção, liberando mão-de-obra, era outra alavanca, segundo as interpretações de MARX, para o desenvolvimento do sistema capitalista de produção. Uma vez liberada a mão-de-obra pela introdução do progresso técnico no processo produtivo, amplia-se o exército industrial de reserva, reduzindo o custo de produção com a redução da reprodução da força de trabalho pelas pressões à baixa dos salários num mercado de trabalho competitivo. Assim, a introdução do progresso técnico tem, para este autor, dupla ação no sentido de ampliar o potencial de acumulação pelo aumento da mais-valia relativa: primeiramente amplia-o diretamente pelo aumento da produtividade de trabalho e, em segundo, pela redução dos custos de produção, tanto através da diminuição absoluta do número de trabalhadores, uma vez

que as novas técnicas produtivas são poupadoras de mão-de-obra, quanto com a redução do custo de reprodução da força de trabalho, que se caracteriza como diminuição dos salários relativos.

Uma implicação importante da introdução do progresso técnico no processo produtivo analisado por MARX é a elevação da relação capital/produto pelo fato de que os novos equipamentos introduzidos no sistema produtivo são capital-intensivos. Obedecendo a certos limites para o aumento na taxa de lucro das empresas – visto que uma taxa de lucro elevada limitaria o potencial de crescimento das firmas já estabelecidas pela entrada de novas firmas – esta relação teria uma tendência inexorável a crescer no longo prazo. Este crescimento, estabelecido pelo aumento da composição orgânica do capital, se manifestará na lei de tendência decrescente da taxa de lucro no longo prazo. O sistema capitalista de produção cria, então, internamente, um problema de realização (ou de obtenção) dos lucros no longo prazo, com tendências a crises cíclicas periódicas de realização do valor da produção. Essa seria, em MARX, a “barreira” ao crescimento que o sistema capitalista de produção cria para si ao introduzir o progresso técnico.

Dessa forma, o progresso técnico apresenta duas facetas distintas nas interpretações teóricas de MARX. De um lado, estimula o crescimento da produção e o desenvolvimento das economias capitalistas, na medida em que aumenta a produtividade e reduz custo de produção; de outro, desestimula o crescimento fazendo com que a relação capital/produto aumente, declinando a taxa de lucro no longo prazo, uma vez que os novos investimentos são capital-intensivos, além de eliminar postos de trabalhos e implicar na queda da participação dos salários no produto. São estes os fatores que levaram MARX a estabelecer que o sistema capitalista de produção se desenvolve com alternâncias de períodos de crescimentos e crises; estas são inerentes ao próprio sistema através de crises de realização da produção (desproporção e subconsumo) e crises geradas pela tendência decrescente da taxa de lucro no longo prazo, resultante do crescimento da composição orgânica do capital.

Para os clássicos do pensamento econômico até aqui analisados, o sistema capitalista de produção encontrava “barreiras naturais” para sua expansão. Em RICARDO (1982), os limites impostos ao crescimento eram estabelecidos pelos rendimentos decrescentes dos recursos naturais, que não permitiam o desenvolvimento dos fatores produtivos. Estes limites derivavam dos elevados custos de produção do último produtor “marginal”, que não obtinha lucro, mas que proporcionava a ampliação das rendas diferenciais obtidas pelos produtores localizados em terras mais férteis, sendo o preço dos produtos produzidos pelo produtor marginal igual ao seu custo de produção. Para MALTHUS (1986) os limites decorriam do crescimento progressivo da população a uma base geométrica, frente a um crescimento progressivo, a uma base aritmética, da produção dos recursos para atender às necessidades crescentes da população e das forças produtivas.

SCHUMPETER vem, então, em contraposição a RICARDO (1982) e a MALTHUS – no que se refere aos limites de expansão do sistema capitalista de produção e às possibilidades de crescimento relacionado ao progresso técnico – resgatar MARX, na

relação da capacidade de expansão do sistema capitalista de produção com referência ao progresso técnico capital-intensivo e na tendência declinante da taxa de lucro neste autor. Contudo, SCHUMPETER abandona a abordagem marxiana de aumento da composição orgânica do capital, e a conseqüente tendência declinante da taxa de lucro, e estabelece que o produtor se pautará sempre por introduzir progresso técnico capital-intensivo nos sistemas produtivos, pois isto lhe proporciona rendas adicionais e um diferencial nas margens de lucro. Mais do que isso, e conforme o próprio SCHUMPETER (1984, p. 112),

“o impulso fundamental que inicia e mantém o movimento da máquina capitalista decorre dos novos bens de consumo, dos novos métodos de produção ou transportes, dos novos mercados, das novas formas de organização industrial que a empresa capitalista cria”, isto porque “ao tratar do capitalismo, estamos tratando de um processo evolutivo”, que “é, pela própria natureza, uma forma ou método de mudança econômica, e não apenas nunca está, mas nunca pode estar, estacionário” (SCHUMPETER, 1984, p. 112).

Assim, é dentro desse aspecto dinâmico, próprio do sistema capitalista de produção, que se deve entender as buscas constantes de formas diferenciais de lucro pela empresa, tanto através da organização produtiva, quanto por meio da busca de novos produtos e novos mercados. É o progresso técnico, gestado pela competição capitalista na busca de maiores margens de lucros,⁵⁶ mesmo que estas sejam temporárias – pois as novas técnicas de produção podem e tendem a ser imitadas futuramente por firmas concorrentes – que impulsionam o desenvolvimento das forças produtivas e o desenvolvimento econômico.

2.3.1 Tamanho, diferenciais de custos e capacidades de financiamento.

A busca de diferenciais de lucros, através de reduções nos custos de produção, com a introdução do progresso técnico é, em SCHUMPETER, um objetivo constante para o “empresário empreendedor”. Nesse sentido, o “empresário schumpeteriano” cada vez mais adota métodos produtivos mais eficientes – exceto quando esse não for capital-intensivo – liberando mão-de-obra e obtendo resultados favoráveis através de ganhos de escala e de escopo. Isto proporciona lucros extras no período de tempo em que possui o monopólio da técnica ou do novo produto, enquanto as técnicas não forem imitadas pelos concorrentes. Isso garante ao “empresário schumpeteriano” um maior potencial de acumulação interna na sua firma e, portanto, maiores possibilidades de crescimento. Assim, “o aumento na margem de lucro, exceto quando for compensado por um aumento na intensidade de capital, fará crescer a taxa de acumulação interna”. (STEINDL, 1983, p. 66). Ainda com relação ao progresso técnico, SCHUMPETER assinala que:

“A primeira coisa que faz uma empresa moderna, logo que sente poder sustentá-lo, é estabelecer um departamento de pesquisa no qual todos os membros sabem

⁵⁶ Maiores margens de lucros, pela introdução do progresso técnico, terão uma duração temporária, pois os novos processos de produzir serão imitados pelas firmas concorrentes, dentro da onda de desenvolvimento que acontece logo após a introdução de uma determinada inovação, conforme demonstrado por SCHUMPETER (1982), igualando a margem de lucro para todas elas.

que seu pão de cada dia depende de seu êxito em inventar melhorias. Essa prática, evidentemente, não sugere qualquer aversão ao progresso tecnológico” (SCHUMPETER, 1984, p. 129)

Outro fator importante do progresso técnico é o representado pelos vários níveis diferenciais de custo que estão relacionados com os tamanhos das firmas existentes em uma mesma indústria. Sobre este aspecto, STEINDL (1983) estabeleceu que as diferenças de tamanhos das firmas mantém estreita relação com os custos de produção. Firms maiores geralmente apresentam custos menores, derivados da maior intensidade de introdução de técnicas produtivas mais modernas, geralmente redutoras de custo. Desse modo,

“se a margem de lucro aumentar devido à adoção de novos métodos técnicos que proporcionem uma vantagem de custo diferencial, a taxa de lucro sobre o capital empresarial também aumentará” (STEINDL, 1983, p. 66).

Assim, temos que os diferenciais de custos de produção, relacionados aos diferentes tamanhos das firmas ao introduzirem progresso técnico, é um fator extremamente importante a ser levado em consideração para analisar a acumulação interna, uma vez que esta reflete em diferentes potenciais de autofinanciamento do investimento para cada firma específica. Este fato deverá ser analisado, através da relação entre os custos de produção e o preço final do produto.

Do acima exposto decorre que firmas com menores custos de produção possuem maior capacidade de expansão da estrutura produtiva, determinada pelo maior volume de investimento que poderão ser financiados através dos lucros retidos internamente. Menor custo de produção implica em maior margem (da firma) e/ou taxa (da indústria) de lucro acumulado. Assim, dada a heterogeneidade da estrutura produtiva, tanto de indústria para indústria como inter-firmas, as grandes empresas, por apresentarem maiores economias de escala e de escopo, têm custo médio de produção menores *vis-à-vis* as pequenas empresas, tidas como “marginais”, por apresentarem somente lucro “normal” (lucro suficiente para saldar seus gastos correntes) no longo prazo. Isto implica em níveis diferentes de lucros e capacidades de investimentos, tanto para as firmas, quanto para as indústrias. Como consequência, o volume de investimento realizado pelas empresas apresenta comportamento *pro rata* à taxa de acumulação interna, o que implica em diferente potencial de autofinanciamento das firmas e entre as indústrias.⁵⁷ Isso é corroborado por STEINDL ao afirmar que:

“Se existem firmas que, devido à economia de escala, ou, falando de maneira geral, devido à adoção de qualquer inovação técnica que reduza os custos, possuem maiores margens de lucro bruto, e maiores margens de lucro líquido do que as firmas marginais, essas firmas muitas vezes apresentarão uma tendência natural para expandir-se em relação à outras firmas. Isso porque as firmas com

⁵⁷ Se a taxa de acumulação interna, associada ao grau de monopólio e à introdução de progresso técnico, aumenta, o potencial de autofinanciamento do investimento apresenta também comportamento idêntico.

maiores margens de lucros (...) acumularão recursos internos, e os acumularão a uma taxa crescente à medida em que aumenta a sua taxa diferencial” (1983, p. 62).

É neste mesmo sentido também que deve ser entendida a renda diferencial, formulada por RICARDO (1982) em seu “*Princípios*”, ao adotar o princípio de diferenciais de custos como forma de explicar a formação de preços. RICARDO apenas não atentou para a questão do potencial de acumulação interna das empresas resultante das rendas diferenciais e suas conseqüências para o potencial de financiamento, pois esse não era o seu objetivo. Ainda não existia na ciência econômica, mesmo tendo se preocupado com a acumulação de capital como um todo, o objetivo de analisar formas de acumulação e de investimento intra-firmas e indústrias ou através da abordagem de estruturas de mercado. O preço, na teoria de RICARDO (1982), é formado pelo último produtor “marginal”, com maior custo de produção e que, portanto, não obtendo excedentes (lucros extras retidos) tem seu custo produtivo igual a seu preço.

STEINDL (1983), por outro lado, busca nos clássicos, especialmente em RICARDO (1982), a base teórica para a explicação de sua teoria de formação de preço, derivando a teoria de acumulação interna dentro de uma indústria pelos diferenciais de custos. Nesse aspecto, como destaca POSSAS (1987, p. 151), um conceito básico a ser utilizado por STEINDL “é o do produtor 'marginal', aproveitado da formulação original de RICARDO e de sua adaptação por MARSHALL, referindo-se ao produtor de maior custo e que obtêm apenas lucros 'normais', isto é, nenhum lucro 'extra'”. É neste sentido que:

“os lucros supranormais obtidos regularmente por determinadas empresas representam ganhos diferenciais que refletem as vantagens de custos - mas também de preços, em caso de diferenciação de produtos - que elas apresentam em relação às empresas 'marginais', via de regra as menores” (POSSAS, 1987, pp. 151-2).

Assim, podemos concluir que é calcado na teoria ricardiana de diferenciais de custos que STEINDL estabelece que o lucro é uma “renda diferencial” (STEINDL, 1983, p. 7), tendo todo excedente que ser explicado pelo diferencial de custo (p. 58); porém, para o autor, o “produtor marginal” é aquele que obtém apenas “lucro normal”, apresentando em média um lucro líquido também “normal”, e excedente zero. Segundo POSSAS (1987), o que STEINDL faz é mostrar que a substituição da análise da estrutura da indústria pela “firma representativa” da análise marshalliana

“é enganosa, ao encobrir a dispersão real de custos e condições competitivas; e de como a estrutura de custo guarda relação com o tamanho, para o que necessita valorizar as economias de escala e evidenciar as 'deseconomias' de escala” (POSSAS, 1987, p. 144).

Segundo STEINDL (1990), a análise marshalliana de comparação da indústria à floresta e as firmas às árvores, de modo que se renovam as árvores com o processo competitivo, mas a floresta continua a mesma, é uma analogia enganosa, pois existe um

diferencial de custo elevado, proporcionado por níveis diferenciais de economia de escala e de escopo entre as firmas de uma mesma indústria. Podemos dizer que este diferencial de custo está correlacionado com o potencial de crescimento e reflete distintas capacidades de autofinanciamento do investimento entre as firmas de uma mesma indústria (inter-firmas) ou de indústria para indústria (inter-indústrias).

Conforme POSSAS, as críticas de STEINDL às concepções de MARSHALL “apoiam-se também em condições concretas, ao examinar as condições reais em que se dá a convivência de firmas grandes e pequenas no mercado” (POSSAS, 1987, p. 145), estabelecendo um ambiente propício à concorrência e desenhando “trajetórias” de crescimento em que sobrevivem as firmas que em princípio já apresentam capacidade de permanência no mercado através da manutenção das garantias de financiamento da expansão da capacidade produtiva. Neste sentido é estabelecido, conforme STEINDL (1983) que:

- i) A desproporção de tamanho das firmas dentro de uma mesma indústria é enorme, o que sugere que a trajetória de uma pequena firma para uma grande não é evidenciada, uma vez que diversas indústrias já nascem concentradas e grandes empresas já nascem grandes;
- ii) Existem outras vantagens associadas ao tamanho das firmas que não reduzem as economias de escala como, por exemplo, o fácil acesso ao crédito e a taxa de juros menores e diferenciadas apoiada na capacidade de colaterização das firmas;
- iii) E, em decorrência das duas conseqüências acima expostas, as firmas pequenas apresentam uma maior taxa de “mortalidade”, particularmente em períodos de depressão e recessão. (STEINDL, 1990).

Do acima exposto, STEINDL (1990, p. 30) chega à conclusão que existem vantagens que decorrem do tamanho das empresas que são inacessíveis às pequenas, não sendo compensadas nas grandes firmas por deseconomias de escala. Essa “assimetria” na indústria “tende a criar e consolidar (...) uma estrutura de tamanho de empresas à qual deve compreender grosso modo uma hierarquia de margens e taxas de lucro” (POSSAS, 1987, p. 146). Isto nos leva a concluir também a existência da criação e consolidação de uma hierarquia na taxa de acumulação interna e, conseqüentemente, de capacidade diferenciada de autofinanciamento dos investimentos em capital fixo.

A hipótese de que um aumento na taxa de acumulação interna poderá não implicar em aumento do investimento, pelo fato de as firmas poderem optar por pagar dívidas ao invés de investirem, não tem muitas implicações no presente trabalho, uma vez que quando é levada em consideração a introdução do progresso técnico como forma de reduzir custo, as firmas que assim procedem:

“(...) são levadas a expandir o investimento proporcionalmente ao incremento da sua acumulação interna em lugar de pagar dívidas e reduzir a taxa de endividamento. De fato, a vantagem diferencial trazida pelas inovações possui

dupla função. Por um lado, proporciona os recursos para um maior investimento: a acumulação interna 'rompe as barreiras impostas aos planos de investimentos, pelo acesso limitado ao mercado de capital e pelo risco crescente'. Por outro lado, oferece lucratividade suficiente, ou até maior, para novos investimentos, porque a redução no custo de produção oferece os meios para romper a 'barreira da concorrência imperfeita'". (STEINDL, 1983, p. 69)

À medida que as firmas passam a ter uma maior taxa de acumulação interna e, conseqüentemente, uma maior margem de lucro, um maior número de projetos de investimentos passam a ser rentáveis, pois os retornos esperados tornam-se maiores do que os desembolsos. Por outro lado, à medida que a acumulação interna aumenta, levando as firmas a realizarem investimentos e ampliarem seu capital produtivo financiado com recursos próprios, o grau de endividamento em relação às dívidas contraídas diminui, mesmo que as reservas acumuladas não sejam destinadas para contrair o passivo, pois a relação entre passivo e ativo cai com a ampliação do capital produtivo financiado com recursos próprios. Ou seja, à medida que os ativos expandem, os recursos próprios comprometidos com dívidas (passivo) caem proporcionalmente.

A queda constante do grau de endividamento, que é resultante da ampliação da capacidade produtiva financiada com os recursos provenientes dos lucros e das reservas de depreciações acumulados internamente, implica em efeitos menores do princípio do risco crescente sobre as firmas (KALECKI, (1985).⁵⁸ Isso se deve, sobretudo, à capacidade crescente de acumulação interna. Quanto maior sua capacidade de acumulação, menor tende a ser seu grau de endividamento em função de possuir maior capacidade de financiar investimentos através de recursos próprios e de saldar dívidas que por circunstância a firma venha incorrer. Assim, é notório afirmar que o endividamento pode representar, em determinado momento, excesso de capacidade de financiamento relativo à trajetória de crescimento da firma em que as dívidas terão que ser quitadas com a obtenção de lucros que deverão ser acumulados em momentos futuros. Assim, pode-se concluir que os empréstimos estão relacionados hoje a uma perspectiva de lucros adicionais que as firmas deverão obter para que possam saldar suas dívidas. Desse modo, os empréstimos representam um aumento na capacidade de financiamento irreal, por estarem associados a perspectivas futuras de obtenção de lucros para a firma no momento em que ela faz seus investimentos com provisão de recursos externos.

A elevação na capacidade de financiamento, representada pelos empréstimos ou pelo grau de endividamento, terá que estar relacionada à capacidade efetiva de obtenção de lucros no futuro caso as firmas queiram quitar saldos devedores. Isso posto, pode-se concluir que os endividamentos ocasionados pelos empréstimos representam antecipações de lucros futuros e estão associados a uma capacidade momentânea irreal de autofinanciamento.

⁵⁸ Segundo KALECKI (1985, p. 75), "muitas firmas não se dispõem a recorrer ao uso de todas as potencialidades do mercado de capitais, devido ao 'risco crescente' que a expansão envolve", podendo muitas "manter seu investimento a um nível abaixo do que seria permitido pelo capital da empresa", pois "dado o volume de capital da empresa, o risco aumenta com a quantia investida. Quanto maior o investimento com relação ao capital da empresa, maior será a redução da renda do empréstimo em caso de fracasso nos negócios".

2.3.2 A lei de “acumulação de clientela” e a capacidade ociosa.

Segundo STEINDL (1983) os empresários mantêm capacidade excedente “pela existência de flutuações na demanda” (p. 24) e pelo fato de que uma nova construção de fábrica levará os empresários a dimensionarem

“(...) sua capacidade de modo a deixar bastante campo para uma produção maior, pois espera[m] ser capaz[es] de expandir suas vendas mais tarde”, isto porque “o crescimento do mercado (ou de sua ‘clientela’) é uma função do tempo” (STEINDL, 1983, p. 24).

Isso constitui o que o autor denominou de “lei de acumulação de clientela”, sendo este conceito de fundamental importância para explicar a existência de capacidade ociosa planejada pelas empresas. É essa lei que faz com que

“cada produtor apegue-se a uma participação no produto, de modo a não perder sua ‘clientela’. Assim, uma reserva planejada e deliberada de capacidade excedente é sempre mantida pela maioria dos produtores, com bons motivos, segundo o seu ponto de vista, embora uma parte dela, pelo menos, seja um desperdício do ponto de vista da comunidade” (Steindl, 1983, p. 24).

O autor considera que uma margem de capacidade excedente não pode ser considerada inteiramente como desperdício, pois ela responde pela “elasticidade” apresentada pelo sistema produtivo em dar respostas às variações na demanda e pela dimensão da capacidade, de modo a deixar campo para uma produção mais elevada.⁵⁹ Em virtude desta capacidade excedente planejada, os preços elevar-se-ão acima do nível concorrencial; ou seja, aos custos de produção deverão ser incorporados os custos de se manter uma determinada capacidade planejada e/ou não planejado, pois máquinas e edificações, apesar de permanecerem utilizados, se depreciam e requerem manutenção.

Para os propósitos do presente trabalho, o que interessa ser analisado é a existência de capacidade não planejada, dando por suposto que a capacidade planejada é uniforme em todas as firmas e na indústria, de modo que as firmas de uma mesma indústria teriam as mesmas condições de financiamento do investimento, determinando a capacidade de financiamento da indústria como um todo. De forma contrária, existem diferenças entre capacidade ociosa planejada, ou não, de indústria para indústria; ou seja, de uma estrutura de mercado para outra. É também nessa diferença que se fundamenta a hipótese aventada neste trabalho de que um oligopólio concentrado tem capacidade de financiar investimento diferente da capacidade de um oligopólio competitivo (menos concentrado).

⁵⁹ Segundo STEINDL (1983, p. 24): “Essa elasticidade, decorrente de uma ampla margem de reserva de mão-de-obra, de matérias primas, de equipamentos e de estoques, é uma das características mais notáveis do capitalismo”, sendo ela quem “torna possível que o ciclo econômico funcione como o faz, ou seja, com grandes flutuações no volume de renda real” (1983, p. 24).

De outra forma, a magnitude da capacidade ociosa terá implicações no lucro das firmas, determinando também, por outro lado, a capacidade de autofinanciamento pelo estabelecimento de níveis de *mark ups* mais ou menos elevados, dependendo das condições impostas pela concorrência, através de análises das estruturas de mercados e pela potencial entrada de novos produtores, o que será analisado a seguir. Em setores onde novos produtores se vêem impedidos de entrar no mercado em função da manutenção de elevado nível de capacidade ociosa, as firmas passam a ter maior capacidade de estabelecer preço e margens de lucro, garantindo assim maior retorno sobre seus projetos de investimentos e seus capitais produtivos, obtendo condições mais favoráveis para o autofinanciamento do investimento.

2.3.3 O lucro de capacidade.

Para STEINDL (1983), o lucro depende da capacidade excedente da empresa. Se esta for elevada, a massa de lucro será menor se comparada à situação de uma capacidade excedente baixa, com as firmas operando à quase totalidade da capacidade produtiva. Isso deve ser considerado apenas no caso da taxa de lucro ser uniforme para todas as firmas.⁶⁰ Assim, as indústrias que operarem com elevada capacidade excedente e, por conseguinte, menores retornos sobre seus capitais produtivos, têm menores oportunidades de financiamento do investimento via recursos próprios, dada a redução da massa de lucro e, conseqüentemente, do *mark up*. A capacidade ociosa eleva-se geralmente em períodos de recessão acompanhados de depressão, quando ocorre contração do mercado pela redução da demanda e falência de produtores “marginais”.

Entretanto, o comportamento concorrencial das empresas oligopolistas estabelece que, mesmo que haja redução da capacidade utilizada, esta é acompanhada de elevação nas margens dos lucros – *mark up* –, resultando assim na manutenção da massa de lucro necessária para financiar os investimentos. Estes, a despeito do quadro favorável ou não da economia que se formará no médio prazo, tiveram seus níveis estabelecidos em períodos anteriores, na tomada de decisão empresarial de investir. Assim, mesmo que haja variações na capacidade excedente, em virtude de um processo recessivo na economia, as margens de lucros sofrerão elevações, garantindo os recursos financeiros requeridos pelos investimentos previamente estabelecidos. O volume de investimento sofrerá mudanças ao longo do tempo, mas essas mudanças não serão significativas em termos de volume, pois o poder de mercado das empresas oligopolistas deve assegurar condições de manutenção do *mark up* e, conseqüentemente, dos investimentos em andamento, estabelecendo-se as margens de lucros adequadas ao financiamento dos mesmos. Desse modo, a capacidade afeta o lucro, e este, o grau de autofinanciamento. Por outro lado, a capacidade também tem relação com a entrada de novos produtores, o que também influencia a margem de lucro e a capacidade de financiamento do investimento.

⁶⁰ Segundo STEINDL (1983, p. 8), “O oligopólio conduz a um declínio do grau de utilização, quer por meio de uma tendência a expandir os acréscimos de preços, que por meio de uma rigidez nesses acréscimos em virtude de um declínio no investimento. Esse segundo argumento requer apenas a hipótese de que, com uma única taxa de lucro, um menor grau de utilização trará menos investimentos do que um maior grau de utilização”.

É evidente que o poder de mercado das indústrias oligopolistas apresenta certas limitações. Estas estão relacionadas com a possibilidade de entrada de novos concorrentes. Se, por hipótese, ocorrer redução significativa da capacidade de utilização, exigindo uma acentuada elevação nos preços e na margem de lucro para garantir os recursos necessários ao investimento, esta se tornará atrativa à entrada de novos competidores. A entrada amplia ainda mais a capacidade excedente da indústria, com conseqüente aumento da capacidade ociosa e diminuição da capacidade de financiar investimentos com recursos próprios pela redução da massa de lucro de capacidade. Por outro lado, se a indústria sempre operar no médio e longo prazo com capacidade ociosa reduzida, isso possibilitará a entrada de novos concorrentes. Disso resultam duas situações de possibilidade de entrada. A primeira para atender a variações na demanda que podem ocorrer em determinado momento. Neste caso, a indústria deverá ter muita flexibilidade nos investimentos para detectar os possíveis momentos de expansão do mercado, adiantando-se a eles com a retomada de investimentos. A segunda situação resulta da possibilidade das firmas já estabelecidas objetivarem tirar proveito da situação de reduzida capacidade ociosa, aumentando as margens de lucros, tornando o mercado atrativo para a entrada de novos competidores.

A hipótese estabelecida, dada a discussão anterior, é que a capacidade influenciará o financiamento do investimento através das variações nas margens de lucros e, portanto, no *mark up*, apenas em um momento posterior quando ocorrer entrada de novos competidores. Com a entrada de novos produtores a indústria passará a operar com custos crescentes em função do aumento da capacidade ociosa. Enquanto a entrada de novos competidores for potencial e não efetiva, o *mark up* poderá variar para adequar a necessidade de financiamento ao volume de recursos requeridos pelo investimento. Assim, vê-se que não só a existência de capacidade ociosa na indústria está relacionada com a geração de lucros como também a possibilidade de entrada de novos concorrente e as estratégias de concorrência adotadas pelas empresas através da administração de determinado nível de capacidade ociosa são fatores determinantes das condições das firmas obterem lucros e financiar seus investimentos. Isso remete a uma análise do potencial de acumulação interna detido pelas diversas estruturas de mercados de modo a poder entender como o grau de autofinanciamento também resulta deste potencial, o que será realizado na seção seguinte.

2.4 Estrutura de mercado e potencial de acumulação.

STEINDL (1983), ao analisar as relações entre taxa de expansão da indústria, a taxa de acumulação interna e a margem de lucro, sugere que:

“(...) o aumento da margem de lucro em uma indústria acarreta uma taxa de acumulação maior, e que, por sua vez, acarreta um aumento na capacidade de produção”, e sendo esta “maior do que a expansão da indústria, deve levar a uma ‘concentração absoluta’ [do mercado]” (1983, p. 66).

Fica explícito nesta passagem que uma maior margem de lucro implica em maiores possibilidades de investimentos de ampliação da capacidade produtiva pelo aumento da capacidade de produção. Isso significa também que quanto maior for a margem de lucro, maior será o grau de autofinanciamento do investimento que se dará através dos lucros retidos e acumulados.

Das análises de STEINDL (1983), quando analisa o padrão de concorrência no interior das diferentes indústrias – uma com inúmeros pequenos produtores e outra onde o ingresso de novos concorrentes é difícil seja pelas limitações estabelecidas pela pequena margem de lucro, pelo porte de capital inicial requerido ou pela baixa rentabilidade – também pode-se estabelecer por hipótese que as maiores firmas, com margens de lucro e com a acumulação interna mais elevadas, apresentam maior capacidade de autofinanciamento do investimento, em contraposição às firmas menores que obtêm apenas lucros “normais” e, portanto, apresentam um menor grau de acumulação interna implicando em uma menor capacidade de autofinanciamento.

Esta análise pode ser recolocada sob a perspectiva analítica das estruturas de mercados segundo a taxonomia propostas por TAVARES (1985). Nessa perspectiva, os oligopólios concentrados diferenciados – cujos exemplos mais claros são os setores automobilístico e de cigarros – e o oligopólio homogêneo – melhor representado pelo setor cimento –, por apresentarem uma estrutura de preço elástica para cima e rígida à baixa, mesmo em períodos recessivos, e pelo fato de que essas geralmente são indústrias *fix price*, têm maiores condições de geração de lucros e de acumulação interna, o que lhes possibilita um maior grau de autofinanciamento. Por outro lado, o oligopólio competitivo, cujo melhor exemplo no caso da indústria brasileira é o setor têxtil, por apresentar uma estrutura de custo elástica à baixa, determinada pela forma de competição que se dá através de reduções nos preços, e pelo fato de que estas geralmente são indústrias *flex price*, possui menor capacidade de geração de lucros internos e, portanto, uma menor acumulação, o que lhe confere menor grau de autofinanciamento dos investimentos em ampliação da capacidade produtiva. A dependência de recursos externos (de terceiros) através do lançamento de títulos de rendas fixas e variáveis, no caso dessa última estrutura de mercado, é explícita; por hipótese, relativamente maior que a dependência das firmas pertencentes a setores mais concentrados, conforme as argumentações neste trabalho.

2.4.1 Estrutura de mercado, formas de competição e capacidade de autofinanciamento.

O grau de autofinanciamento está implícito em STEINDL quando analisa que:

“(...) se as firmas ‘progressistas’, ao introduzirem inovações, com isso reduzindo seus custos e aumentando suas margens de lucros, provocarem um aumento das margens de lucro da indústria como um todo e, portanto, um aumento da taxa de acumulação interna, acima do nível apenas suficiente para financiar a necessária expansão da indústria, então uma força explosiva se fará sentir: as firmas

'progressistas' farão desaparecer as firmas fracas, a fim de ganhar terreno para a sua própria expansão". (1983, p. 68).

STEINDL, entretanto, não analisou o mecanismo da acumulação interna tomando como referência as relações inter-firmas em uma mesma indústria e suas implicações para o potencial de crescimento da indústria como um todo. Contudo, de suas interpretações sobre o padrão de concorrência no interior de uma indústria é possível avançar em termos analíticos e demonstrar que as firmas progressistas, por apresentarem uma maior acumulação interna – dada sua estrutura de diferencial de custo e de lucro e as possibilidades de economia de escala e de escopo ligadas ao seu tamanho – e por apresentarem capacidade de efetuar investimentos além do potencial de crescimento do mercado, acabam ampliando ainda mais a taxa de acumulação interna nestas indústrias.⁶¹ Como decorrência, conforme acima demonstrado, as empresas pertencentes a estas indústrias apresentam maior capacidade de autofinanciamento. De outra forma, as firmas “marginais”, por não apresentarem uma taxa de acumulação interna adequada à sua necessidade de crescimento, e por ter um potencial de crescimento menor, se comparado com as firmas “progressistas”, apresentam menor capacidade de autofinanciar seus investimentos, inclusive os que reduzem custos e, portanto, sua taxa de acumulação interna torna-se não potencializada. Em períodos de acirramento da concorrência muitas firmas, por não apresentarem condições de ajustamento através de investimentos de redução dos custos, acabam sendo “expulsas” do mercado pelas firmas “progressistas”.

O potencial de acumulação interna depende de vários fatores segundo cada estrutura de mercado. No oligopólio competitivo ele é menor devido à concorrência inter-capitalista que se estabelece via preço. Isso implica em reduzir o potencial de crescimento e de autofinanciamento uma vez que a margem de lucro torna-se elástica à baixa em processo de competição acirrada característicos de fases de expansão quando, devido ao crescimento da demanda, as empresas “bem sucedidas” adotam políticas agressivas de expansão de seu mercado.

Nos tipos de mercados mais concentrados – oligopólio homogêneo e diferenciado-concentrado – o potencial de acumulação interna é maior dado que nestas indústrias a concorrência é estabelecida por outros mecanismos que não via preços, além de introduzirem mais progresso técnico redutor de custos e de realizarem campanhas de vendas de forma a manter estável ou ampliar as demandas por seus produtos. As margens de lucros tornam-se, portanto, rígidas à baixa, e elásticas para cima, ampliando seu potencial de acumulação interna. Estas indústrias possuem também maior facilidade ao crédito, dado pelo maior volume de capital fixo que dominam, estando, conseqüentemente, sob menor efeito do “princípio do risco crescente” o que lhes garante condições de crescimento acima do potencial do seu mercado corrente e dos seus lucros acumulados; ou seja, estas indústrias apresentam condições investir além da sua demanda. Neste sentido, segundo STEINDL (1983, p. 62):

⁶¹ Isto as obriga terem que realizar seu potencial de crescimento em outras indústrias através do processo de diversificação ou aumentar seus gastos com diferenciação de produto ou com promoção de vendas de produtos, sobretudo para aquelas indústrias onde é possível, pelas características do produto, uma política de diferenciação.

“se (...) a taxa de acumulação interna das firmas ‘bem sucedidas’, determinada por sua vantagem diferencial, for de tal ordem que empurre a sua expansão para além da taxa de expansão da indústria como um todo, elas terão de garantir uma participação relativa maior no mercado”.

Como consequência, tais empresas terão que se lançar em uma campanha de venda para assegurar-se da realização da sua produção, não acumulando estoques. Essa campanha de venda será estabelecida através de menores níveis de preço e/ou melhor qualidade de seus produtos, rebatendo em seus níveis de rentabilidade e em sua taxa de acumulação interna e em seu potencial de acumulação.

Isso na verdade acaba sendo um contra-senso, pois a firma é definida como o “locus da acumulação capitalista” e, nesse sentido, acumular recursos e expandir seus mercados são seus objetivos naturais. Assim, as firmas “bem sucedidas” possuem um elevado grau de acumulação interna se comparadas às “marginais”, o que lhes propicia uma capacidade diferencial de expansão e de crescimento relativamente mais elevado. A taxa de acumulação destas firmas é maior inclusive do que a taxa média de sua própria indústria.

Essa vantagem diferencial de forma alguma se transformará em aumento nos seus custos, a menos que se estabeleça por hipótese que gastos com propaganda e publicidade sejam custos e não investimentos, questão bastante controversa na teoria econômica. Essa segunda alternativa não é totalmente descartável do ponto de vista teórico, mas só será adotada quando as firmas estiverem determinadas a ampliar seu mercado corrente, o que seria realizado através de uma política acirrada de concorrência, expulsando as firmas concorrentes de menor “flexibilidade financeira”, segundo STEINDL (1983), ou de maior “fragilidade financeira”, segundo MINSKY (1992). Assim, podemos a princípio efetuar uma distinção que se torna bastante clara: em indústrias onde as firmas são capazes de crescer além da expansão do mercado, gastos com propaganda e publicidade podem significar mais que custo, tornando-se investimentos que tem por objetivo a ampliação do mercado da firma sobre seus concorrentes. Por outro lado, em setores em que o potencial de crescimento das firmas não é superior ao ritmo de crescimento da demanda, os gastos com propaganda podem significar mais elevação de custos do que investimento.

De modo algum as firmas “progressistas” abririam mão da vantagem que lhe é proporcionada pelo maior grau de acumulação interna, mesmo quando esta taxa, na medida em que seja maior do que a taxa média de acumulação da sua indústria, torna-se um fator problema. Caso sua indústria esteja trabalhando com níveis de capacidade ociosa elevado, em que as firmas “marginais”, limitam o potencial de crescimento das firmas “progressistas” no mercado, estas procurarão diversificar-se para outros setores buscando outros espaços para crescer, principalmente para indústrias onde a taxa de acumulação interna não obstaculize o potencial de crescimento das firmas “progressistas”. Essa diversificação é, de acordo com as modernas teorias da firma,

efetuada para mercados próximos aos seus, dando à empresa diversificante possibilidade de crescimento.⁶²

A entrada em outros mercados próximos aos seus possibilita economias de escala – economias internas obtidas, por exemplo, pela verticalização da organização administrativa – e de escopo – economias externas como, por exemplo, o conhecimento do mercado em que atua, a utilização da estrutura de venda e distribuição dos produtos, entre outros. Essa diversificação pode inclusive dar-se também através de acoplamentos, na linha de produção, de um novo item que agregue características novas ao produto, o que resulta em um novo tipo de produto e, portanto, em novo mercado corrente para a firma. Portanto, a diversificação e a inovação de produto, que constituem formas de concorrência intra-indústria, potencializam ainda mais o grau de acumulação interna das firmas “progressistas” uma vez que estas, de forma alguma, abrirão mão da vantagem de ter maior potencial de acumulação, mesmo que este seja maior que o potencial da indústria, e isso implicar em ter que expandir suas atividades para outros mercados. A diversificação produtiva vai permitir às firmas “progressistas” a realização do seu potencial de crescimento; entretanto, evidenciam mais do que isto: deixa explícito que as grandes firmas, ou as firmas líderes do mercado, são capazes de crescer além da capacidade de expansão dos mercados em que atuam, e isso mostra que elas não devem ter problemas para financiar seus investimentos através dos recursos que acumulam a partir de suas próprias atividades produtivas. Isto, entretanto, será objeto de aprofundamento analítico na próxima seção.

2.4.2 Inovações, diversificação para novos mercados e autofinanciamento.

Devemos analisar agora a relação existente entre diversificação para novos mercados e inovação em produtos e processo produtivos com o grau de autofinanciamento. Esta relação é importante no caso das firmas “progressistas” em virtude da necessidade de terem de realizar investimentos em outros mercados devido ao seu potencial de acumulação – que é maior do que o da sua indústria – e, conseqüentemente, apresentar maior capacidade de autofinanciamento do investimento.

Algumas formas das firmas “progressistas” realizarem dispêndio e eliminar a diferença no potencial de acumulação em relação ao ritmo de crescimento do mercado e da indústria é através de gastos com pesquisas e desenvolvimento na inovação de produtos e processos e a conquista de um novo mercado através de mecanismos de fusões/aquisições ou por *takeover*. A diversificação para novos mercados, a inovação em produtos e processos produtivos e os mecanismos de fusão/aquisição, potencializam a acumulação interna das firmas “progressistas” na medida em que amplia as possibilidades de obterem rendimentos, mesmo que isso implique a necessidade de realização de

⁶² Segundo PENROSE (2006), os fatores condicionantes da diversificação produtiva são: i) a política de promoção de vendas; ii) a criação de uma adequada base tecnológica definida como um conjunto de máquinas, processos, conhecimentos e matérias-primas que sejam complementares e se relacionam de forma estreita com a área de especialização da firma e; iii) a política de investimentos em pesquisa industrial (P&D). A diversificação pode se dar na mesma área de especialização, com tecnologias conhecidas e nos mercados em que já opera, ou em novas áreas, sendo que no primeiro caso a diversificação pode também levar a uma intensificação do processo de integração vertical da produção.

investimentos em outras indústrias e mercados distintos em função da limitação imposta pela menor taxa de crescimento do seu mercado corrente. Este comportamento é estabelecido pelas firmas “progressistas” para consolidar e ampliar sua participação no seu mercado e no mundo dos negócios. Novos produtos e processos permitem às empresas inovadoras ganhos de monopólios enquanto forem capazes de se manterem como únicas ofertantes do produto no mercado. Processos de diversificação e mecanismos de aquisição/fusão podem gerar integração na cadeia produtiva proporcionando controles mais efetivo sobre a produção capaz também de gerar rendimentos extras às firmas.

A possibilidade de investimento via diversificação ou inovação de produtos e processos tem implicações para o grau de autofinanciamento das empresas bem situadas no mercado, pois elas possuem maior margem de lucro e, conseqüentemente, maior possibilidade de autofinanciar investimentos em ampliação da capacidade produtiva, por apresentarem maior taxa de acumulação interna. Assim, a diversificação para novos mercados e inovação de produtos e processos são formas de concorrências que efetivam investimentos capazes de ampliar o grau de acumulação interna dessas firmas e, conseqüentemente, elevar a sua capacidade de autofinanciamento. É nesse contexto que POSSAS afirma que:

“a primeira conclusão relevante é que as empresas melhor situadas em termos de custos e/ou preços (...), seja em função de vantagens ‘absolutas’ (...) ou de economias de escala, tendo em conseqüência maiores margens de lucros, terão melhores condições de crescer à frente das concorrentes” (1987, p. 153).

De outro lado, encontram-se aquelas empresas “marginais” que “terão em geral poucas possibilidades de crescer em ritmo superior as primeiras podendo, quando muito preservar sua parcela no mercado em condições normais e correndo um alto risco de perdê-la em condições de crescimento lento” (POSSAS, 1987, p. 153).

Podemos concluir, portanto, que um maior potencial de acumulação das firmas “progressistas” resulta das formas de concorrência estabelecidas por elas ao buscar saídas para a realização do seu potencial de crescimentos através da realização de investimento em outras indústrias, caso haja limites para crescimento do mercado no qual atua. Assim, as empresas líderes possuem condições de romper com a barreira da possibilidade de investimentos, conforme destacado por WOOD (1980). Não há limites de capacidade e de condições de crescimento para as firmas “progressistas” no que diz respeito à realização da produção, nem tampouco pelo fato das mesmas encontrarem limitações para crescer em seu próprio mercado. Se os mercados em que atuam não crescem em ritmo capaz de absorver seu potencial de crescimento, alternativas são encontradas mesmo que isso implique em diversificar para novos mercados ou aumentar gastos através de P&D interna. Gastos com P&D e diversificação para novos mercados, mesmo que isso represente eliminar um potencial de crescimento maior que o ritmo de crescimento do mercado, não significa reduzir o próprio potencial de acumulação, tampouco significa reduzir a capacidade de financiamento das empresas “progressistas”.

Na linha dos argumentos acima expostos podemos afirmar que existem diferenças nas capacidades de autofinanciamento, quer seja no plano das indústrias, resultante da concentração do mercado, quer seja no plano das firmas de uma mesma indústria que dependem da liderança no setor ao qual pertence, liderança esta decorrente tanto da concorrência em termos de diversificação das atividades produtivas para novos mercados, quanto da implementação de inovações em produtos e/ou processos.

Isso pode ser articulado com as interpretações de STEINDL (1983) quando afirma que, “as inovações técnicas figuram entre os mais importantes fatores para que o investimento líquido se realize a longo prazo” (1983, p. 151), com o progresso técnico oferecendo importantes estímulos ao investimento,⁶³ conforme análise acima realizada. Entretanto, para este autor, as inovações “afetam apenas a forma que os investimentos líquidos toma” (1983, p. 152), sendo que as inovações são aplicadas porque as firmas contam com recursos disponíveis, e as alterações na demanda provocam elevação do grau de utilização da capacidade. Isso acaba gerando estímulos às decisões de investimento, criando acréscimo ao capital social e concretizando alguma inovação, segundo STEINDL (1983, p. 152), “simplesmente porque existe, habilmente, um estoque de inovações e idéias esperando para serem aplicadas”. Nesse sentido, “as inovações tecnológicas acompanham o processo de investimento como uma sombra, não agindo sobre ele como uma forma impulsionadora” (p. 152). Sob esse ponto de vista, Steindl afirma que sua teoria do investimento assume a característica de ser endógena, em que “o investimento líquido é provocado pelo estímulo de fatores econômicos, como acumulação interna da firma, o alto grau de utilização, elevada taxa de lucro ou dívida reduzida” (1983, p. 152).

O financiamento do investimento não se articula apenas com o potencial de acumulação das estruturas de mercados conforme visto, mas também com o volume de investimento realizado com base nas decisões planejadas, com o grau de endividamento das empresas e com as capacidades das mesmas sustentarem seus passivos financeiros, fatores que serão analisados a seguir.

2.5 Financiamento, grau de endividamento e fragilidade financeira.

O aumento do capital fixo ocorre através da realização de investimento. A variação deste, de um período para outro, depende de diversos fatores que afetam as decisões dos empreendedores. Em KEYNES, o fator central que determina as decisões de investir é a escassez de capital ligada à oferta de crédito através do *finance*, impondo limites ao volume de investimento realizado. Essa escassez de capital cria, para o investidor que toma recursos financeiros emprestados, a contrapartida da taxa de juros.

É com base na comparação entre a taxa de juros e os retornos esperados do capital investido, ou seja, na eficiência marginal do capital, que KEYNES constrói sua

⁶³ Segundo STEINDL, “O ponto de vista corrente (...) é que o nível relativamente alto de investimento nos primeiros períodos do desenvolvimento capitalista deveu-se, amplamente, ao aparecimento das inovações, ao passo que o baixo nível de investimento em épocas mais recentes foi devido, em grande parte, à falta, à diminuição no ritmo, ou mesmo ao caráter diverso, das inovações desse período” (1983, p. 151).

teoria das decisões de investir, mostrando que os projetos de investimentos executados serão aqueles cujos retornos esperados são, no mínimo, iguais à taxa de juros paga pelos recursos tomados emprestados para financiar o investimento. De outra forma, os empresários irão executar investimentos se os retornos esperados forem também, no mínimo, iguais ou superiores aos juros que poderão ser auferidos caso os recursos financeiros disponíveis sejam aplicados nos mercados financeiros ou de títulos.

A teoria das decisões de investir de KEYNES (1985) passa a apresentar um aspecto muito forte de subjetividade, quando introduz os retornos esperados como variável determinante. Sobre os retornos esperados o empreendedor não possui muito controle, sendo eles estimados com base em cálculos prospectivos e em previsões, sendo, portanto, é inseguro e incerto. Isso implica em KEYNES ter de incorporar no arcabouço teórico de seu modelo, variáveis de caráter muito subjetivo como incerteza e expectativas futuras dos agentes econômicos, que se constitui em variável muito etérea.⁶⁴

KALECKI, por sua vez, ao estabelecer os determinantes das decisões de investir contorna, em certo sentido, elementos de caráter subjetivo construindo um modelo teórico que leva em consideração aspectos mais estrutural das decisões de investir. Para esse autor, a poupança necessária para financiar o investimento é *ex post*, tendo como fator fundamental para a sua determinação o “grau de monopólio” e a concentração dos mercados através do estabelecimento de um *mark up* sobre os custos diretos de modo a gerar recursos para cobrir os custos indiretos e proporcionar rendimentos suficientes para financiar investimentos. Assim, a escassez de capital não joga papel restritivo na determinação do volume de investimento no seu modelo de tomada de decisão de investir. Os investimentos podem ser financiados, portanto, pela geração adequada de uma taxa de poupança estabelecida *a posteriori*, que se ajusta aos recursos requeridos pelo investimento previamente determinado.

Dessa forma, KALECKI (1985) escapa da subjetividade modelística, sendo um dos primeiros autores a estabelecer uma teoria com características mais estruturais das decisões empresariais de investir. Contudo, a nosso ver, é STEINDL quem melhor analisa e dá formatação adequada às questões referentes às decisões de investir. Esse autor estabelece aspectos ainda mais estruturais, do ponto de vista da objetividade e da realidade teórica das decisões de investir, com pontos de tangência no modelo kaleckiano ao associar, numa primeira versão, as decisões de investir com de estruturas de mercado.

Da matriz teórica de STEINDL temos que os determinantes dos investimentos são: a taxa de acumulação interna das empresas, o grau de endividamento e o grau de utilização⁶⁵ da capacidade produtiva, sendo que esta última é a variável que determina a amplitude das margens de lucros.

⁶⁴ Entretanto, é forçoso reconhecer que as incertezas quanto ao futuro têm influências sobre as decisões presentes dos agentes econômicos como bem destacou Keynes. Dessa forma, um futuro que se mostre incerto faz as expectativas de retornos dos projetos de investimentos tornarem-se muito imprevisíveis e calculáveis. Ou seja, Keynes faz as decisões dos homens de negócios dependerem de expectativas tomadas com base em um futuro incerto.

⁶⁵ O grau de utilização é aqui definido como em STEINDL, segundo o qual “sobre a média de um ciclo econômico o grau de utilização planejado será, aproximadamente, o grau de utilização realmente observado” (1983, p. 25). Porém, o autor conclui que “se não existe ingresso ou saída líquidos na indústria, a capacidade excedente a

A taxa de acumulação já foi analisada anteriormente, assim como o grau de utilização juntamente com a determinação dos lucros. O grau de endividamento é definido através da relação entre lucros retidos sob a forma de poupanças com os recursos de terceiros sob a forma de novas emissões de títulos de rendas fixas ou variáveis e empréstimos. Porém, não faremos aqui uma análise mais aprofundada da relação entre os recursos de terceiros com o investimento, uma vez que WOOD já apresentou de forma bastante satisfatória tal análise.

Dentro desse aspecto, STEINDL (1983) apresenta o seguinte modelo teórico dinâmico de acumulação:⁶⁶

$$\frac{dC/dt}{C} + \frac{dg/dt}{g} = \frac{ds/dt}{s} + \frac{dk/dt}{k} - \frac{du/dt}{u}$$

em que: $(dC/dt)/C$ é a taxa proporcional de crescimento do capital próprio, ou taxa proporcional de crescimento da acumulação interna;
 $(dg/dt)/g$ é a taxa proporcional de crescimento do endividamento;
 $(ds/dt)/s$ é a taxa proporcional de crescimento das vendas;
 $(dk/dt)/k$ é a taxa proporcional de intensidade do capital;
 $(du/dt)/u$ é a taxa de crescimento dos lucros retidos ou do capital próprio.

Daí STEINDL conclui que o volume de investimento defasado no tempo, dado o período que leva da tomada de decisão à sua efetivação, pode ser determinado em função do capital próprio da empresa C , do grau de utilização da capacidade instalada U , do grau de endividamento V , e dos lucros retidos P .⁶⁷

$$I_{(t+\theta)} = \gamma C_t + U(u_t) - G(g_t) + P(p_t)$$

Porém, de FILARDO (1980) temos que a maior fonte de financiamento do investimento em expansão da capacidade produtiva é constituída pelos lucros retidos.

longo prazo provavelmente corresponderia mais ou menos à capacidade excedente desejada” e que “havendo ingresso ou saída líquidas, poderíamos concluir que a capacidade excedente está acima ou a baixo do nível desejado” no qual “o grau de utilização realmente alcançado a longo prazo (...) não constitui uma indicação segura do nível de utilização planejado” (1983, p. 25-6).

⁶⁶ De acordo com STEINDL: “o lado esquerdo da equação representa simplesmente o investimento, analisado nos seguintes itens: crescimento proporcional de vendas, intensificação proporcional de capital e redução proporcional do grau de utilização de capital” e que “a soma desses totaliza $(dz/dt)/Z$, que é a taxa de crescimento do estoque de capital real” (1983, p. 130). De outra forma, “O lado direito, apesar de sua forma pouco familiar, representa simplesmente a poupança. O item $(dc/dt)/C$, que é o crescimento proporcional do capital empresarial, é bastante conhecido; trata-se da poupança interna da firma, sem considerar, por enquanto, a possibilidade de emissão de novas ações. O outro item, $(dg/dt)/G$, que é o acréscimo proporcional da taxa de endividamento, exige uma explicação melhor” (1983, p. 130).

⁶⁷ Segundo STEINDL (1983), “Na prática, o investimento será influenciado por inúmeras circunstâncias e considerações. Seria possível, contudo, explicá-lo de forma satisfatória, considerando apenas as influências mais importantes. Segundo um julgamento razoável, diríamos que elas são as seguintes: 1) a acumulação interna que aconteceu recentemente; 2) o grau de utilização; 3) o grau de endividamento; 4) a taxa de lucro, que pode exercer influência própria e à parte, além da influência que exerce via acumulação interna” (p. 148).

Decorre disso que podemos estabelecer que o investimento em ampliação da capacidade produtiva é função dos lucros retidos e da acumulação de capital, relevando outras variáveis, dadas as suas significâncias quanto à determinação do investimento.

O grau de utilização exerce a função de ajustar a estrutura produtiva, ou a capacidade produtiva da empresa ao mercado, fazendo a ponte entre variações ocorridas na demanda com as margens de lucros. À medida que a capacidade produtiva está sendo quase que totalmente ocupada, as margens de lucros tendem a ser mais elevadas em decorrência de pressões advindas da demanda. De forma contrária, à medida que a capacidade instalada não estiver sendo pressionada por uma demanda aquecida, ou pela contração do mercado, e o grau de utilização for baixo, resultando em grande capacidade ociosa não planejada, as margens de lucros tendem a se reduzir. Para POSSAS,

“é ainda mais remota a possibilidade de uma redução no grau de utilização da capacidade como contrapartida de uma ampliação dos lucros e da acumulação interna, o que equivaleria a ‘investir em capacidade ociosa’; a única circunstância compatível com essa situação seria uma simultânea decisão estratégica de investir na frente da demanda, com o que resultaria uma redução do grau planejado de utilização de capacidade” (1987, p. 155).

Do exposto pode-se constatar que o grau de utilização influi nas decisões de investir; não no financiamento do investimento propriamente dito. Ou seja, a capacidade ociosa e o grau de utilização têm influência na decisão de investir, uma vez que o empresário dimensionará sua capacidade de produção, adequando a planta da empresa à suas metas estabelecidas de produção. Se a capacidade ociosa estiver em determinado momento elevada, isso desestimulará o empresário a realizar investimento. Se, por outro lado, a capacidade ociosa da empresa for muito pequena, provocará estímulos no sentido de ampliar os investimentos. O aumento na taxa de lucro de capacidade nesse período será um fator estimulante a mais, segundo STEINDL, para que o empresário realize novos investimentos, pois significa maior capacidade de financiamento. Dessa forma, podemos ver que os lucros estão correlacionados com a capacidade ociosa, ou intensidade do capital, à medida que capacidade ociosa baixa, e elevada intensidade de capital, implica a obtenção de elevadas margens de lucros. O contrário também é verdadeiro: manutenção de elevada capacidade ociosa e baixa intensidade de uso do capital implica em margem lucro menor.

2.5.1 O grau de endividamento e o financiamento.

O investimento é todo financiado por recursos próprios, emissões de novos títulos e ações, ou por novos empréstimos no sistema bancário. Segundo FILARDO (1980), o grau de endividamento das empresas no Brasil é, de modo geral, muito baixo, uma vez que as mesmas apresentam poucas necessidades de recursos de terceiros para financiar a expansão de sua capacidade produtiva, conforme acima demonstrado, dado que suas margens de lucros elevadas garantem os recursos necessários ao financiamento. Isso é corroborado pela praticamente inexistência no Brasil de sistema bancário de financiamento de longo prazo, pela incipiente estrutura de mercado de capitais que

forneça recursos para o financiamento e pelo nível reduzido de utilização desses mecanismos de financiamento pelas empresas brasileiras.

O capital próprio da empresa, por outro lado, não tem muitas implicações em termos do financiamento dos novos investimentos, uma vez que maior capital social não implica necessariamente maior taxa ou margem de lucro. A sua magnitude serve apenas como instrumento de garantia, servindo de colaterais, para empréstimos no sistema bancário. Porém, isso não exige as empresas que realizam empréstimos de pagar seus encargos financeiros. Uma vez tomados recursos emprestados, ter-se-á que obter uma rentabilidade suficientemente adequada para assegurar a capacidade de pagamento dos encargos e o principal da dívida. Isso ocorre em função dos custos financeiros estarem relacionados com novos empréstimos, e estes devem estar associados a uma nova rentabilidade a ser obtida pela firma. Somente se a firma demandante de recursos financeiros tiver condições de garantir rentabilidade suficiente para saldar futuramente os serviços e o principal da dívida contraída é que as instituições financeiras deverão fornecer recursos emprestados. Ou seja, o porte da firma, no que tange ao tamanho de seu capital fixo, desempenha apenas o papel de avalizar os empréstimos fornecidos pelos agentes financeiros, agilizando inclusive a liberação dos recursos.⁶⁸ Portanto, o investimento a longo prazo tem como garantia apenas a rentabilidade da empresa uma vez que os bancos não estão interessados em suas falências.⁶⁹ Dessa perspectiva não é possível afirmar que quanto maior o porte da firma, maior será a rentabilidade da empresa, sendo errônea também a conclusão de que as maiores firmas apresentam maior capacidade de financiamento. A rentabilidade sofre mais influência do grau de concentração do mercado do que do tamanho do capital da empresa. Uma maior capacidade de financiamento só será garantida se o tamanho do estabelecimento estiver relacionado com maior rentabilidade, fator este de difícil comprovação na prática.

A rentabilidade está associada a uma série de fatores tais como tecnologia, produtividade e oligopolização de mercado à qual a empresa pertence. Isso, porém, não necessariamente é característica fundamental das grandes empresas. As pequenas empresas podem inclusive operar com elevados recursos tecnológicos produtivos, obtendo significativa produtividade, mas não pertencer a mercados oligopolizados. Esta última característica por si só não é suficiente para que a empresa tenha uma rentabilidade acima do normal.

Em decorrência do acima exposto, podemos estabelecer que o tamanho do capital fixo da empresa tem relevância realtiva para determinar a capacidade de autofinanciamento do investimento, podendo concluir que os lucros retidos pelas

⁶⁸ Os Bancos emprestam recursos financeiros às empresas não intencionados na falência das mesmas para apossar-se dos seus recursos produtivos, mas sim intencionado e acreditando na capacidade das mesmas conseguirem alcançar os rendimentos que almejam em seus projetos de investimentos e, com isso, terem condições de ressarcirem suas dívidas, e os serviços das mesmas, para com os bancos.

⁶⁹ A sobrevivência dos bancos e do sistema bancário como um todo, principalmente dos sistemas financeiros de longo prazo, está atrelada à capacidade das empresas inversoras em conseguir garantir rentabilidade adequada para os projetos de investimentos que são financiados com recursos de terceiros. A falência de uma empresa sempre implica na redução do valor de seu patrimônio, causando perdas também para os bancos quando tentam recuperar seus recursos emprestados através da liquidação de uma empresa insolvente.

empresas, que por sua vez estão relacionados à rentabilidade das mesmas, explicam a maior parte do financiamento do investimento em ampliação da capacidade produtiva. Entretanto, é necessário aprofundar estudos sobre a correlação entre lucros retidos e acumulados ao longo do tempo e os investimentos realizados para avaliação do grau de autofinanciamento das empresas. Nesse sentido, este trabalho tem a pretensão de trazer contribuições em termos de uma análise sobre a capacidade de expansão das firmas através de seus lucros ou prejuízos acumulados, apresentada no capítulo 4.

A capacidade excedente não desejada – ou o seu oposto, o grau de utilização da capacidade produtiva – afeta, por outro lado, a taxa de investimento. Se o grau de utilização da capacidade em determinado momento é elevado, os empresários terão que aumentar a capacidade produtiva, com o objetivo de ampliar a produção em função de possíveis variações na demanda, caso almejem no mínimo manter sua fatia de mercado. Dessa forma, não é colocada em jogo sua liderança no mercado, preservando sua participação no mesmo, garantindo adicionalmente que novos produtores não se estabeleçam. Portanto, um elevado grau de utilização estimula os empresários a realizarem novos investimentos, pois as margens de lucros e o *mark up* estabelecidos serão fatores estimuladores uma vez que nesta situação eles deverão estar em níveis elevados para a indústria como um todo. Assim, um elevado grau de utilização do capital produtivo ou a manutenção de uma pequena capacidade ociosa indesejada permite a ampliação da rentabilidade geral das firmas de uma indústria e, com isso, o alargamento da capacidade de autofinanciamento.

Se, por hipótese, as firmas existentes não expandirem suas capacidades produtivas, com a realização de investimentos para atender o aumento verificado na demanda, ampliar-se-á a possibilidade de entrada de novos concorrentes nesse mercado. Isso se tornará possível pela elevada rentabilidade desta indústria na medida em que preços e margens de lucros se elevam pressionados pela demanda. Desse modo, os investimentos são estimulados não apenas pela existência de capacidade de expansão do mercado, mas também pela possibilidade de entrada de novos competidores, o que acabaria provocando alterações na própria estrutura de mercado, reduzindo o poder de mercado da firmas já estabelecidas. Isso, por sua vez, teria implicações para a rentabilidade das empresas e para a sua capacidade de gerar recursos internos destinados a financiar investimentos.

Mercado aquecido e capacidade ociosa reduzida implicam no fato de os investimentos em ampliação da capacidade produtiva realizados pelas empresas estabelecidas serem “puxados” pelo aumento da demanda, eliminando assim a possibilidade de entrada de novos concorrentes na indústria. Caso a entrada de novos produtores se efetive, isso contribuiria para reduzir a rentabilidade e a capacidade de autofinanciamento na medida em que o processo de concorrência é ampliado, a capacidade ociosa aumenta, assim como a produção, os preços, as margens de lucros e a rentabilidade tendem a cair.

De outra forma, se o grau de utilização em dado momento for baixo, haverá desestímulos dos empresários para investir, dado que os produtores já estabelecidos, ao

perceberem que suas margens de lucro foram reduzidas, seja por reduções nos preços, fato este que acontece principalmente nas indústrias oligopólicas competitivas em virtude de seu padrão concorrencial ser em preços, seja por meio de aumento nos gastos com vendas realizados como forma de ampliar ou manter a participação no mercado e não acumular estoque, fato que acontece nas outras indústrias oligopólicas como, por exemplo, nos oligopólios diferenciados, diferenciado-concentrados e concentrados, tem como resultado a diminuição da rentabilidade e a conseqüente diminuição na capacidade de financiar-se. Para STEINDL,

“... um ajustamento das condições de oferta aos desvios da demanda só é obtido (...) com o aceleração ou desaceleração do ritmo de investimento, por parte das firmas existentes na indústria e, se necessário, pelo desinvestimento” (1983, p. 26).

Isso nos leva a enfatizar, assim como STEINDL, que “a atividade de investimento é uma função do grau de utilização” (1983, p. 26) e da capacidade produtiva.

Quando STEINDL, ao analisar uma indústria caracterizada, de um lado, pela existência de um grande número de pequenos produtores que são responsáveis em conjunto por grande parcela do mercado e por operar com custos significativamente maiores, obtendo apenas lucro normal e, de outro, pela existência de grandes empresas com taxa de acumulação interna significativamente mais elevada, obtendo lucros extras, obtendo, portanto, um potencial de crescimento acima do potencial de sua indústria, afirma que as pequenas empresas possuem uma menor “flexibilidade financeira” (STEINDL, 1983, p. 63), podemos entender por este conceito “fragilidade financeira” segundo MINSKY (1992), sendo aquelas empresas classificadas como “*speculative*” ou “*ponzi*”. Ao contrário, as grandes empresas seriam aquelas classificadas como “*hedged*” por apresentarem lucros suficientes para honrar seus compromissos financeiros, inclusive suficientes para crescer a uma taxa acima da taxa de expansão da sua indústria.

Podemos dizer que o empresário toma decisão de investir com base na taxa de acumulação interna alcançada pela sua indústria, no lucro que espera auferir com os novos equipamentos de capitais e na taxa de *mark up* que poderá estabelecer tomando como referência os preços cobrados e os custos médios de seus produtos. Caso as taxas de acumulação interna e de lucro não correspondam às magnitudes previstas no momento da decisão de investir, supondo que os investimentos sejam financiados com empréstimos bancários ou com recursos de terceiros para os quais há a necessidade de pagar uma taxa estabelecida de rendimentos, ocorrerá um aumento no grau de endividamento decorrentes dos empréstimos que são efetuados para a realização dos investimentos. Sobre este aspecto STEINDL analisa que:

“O empresário previamente providenciará recursos a longo prazo (mediante emissão de obrigações) para a parte do investimento que, segundo sua previsão, não será recompensado pela acumulação interna durante o período t [período de realização do investimento]. O restante ele providenciará por meio de empréstimos a curto prazo, ou lançando mão de seus recursos líquidos (em

dinheiro, ou em títulos negociáveis), esperando que esses fundos temporários sejam suficientes, pois a acumulação interna realizada durante o período t, assumirá a função financiadora permanente dessa parte do programa de investimento. Mas se a acumulação interna em t não corresponder à expectativa, ele descobrirá que não poderá saldar o crédito a curto prazo conforme previsto (é o caso conhecido do 'congelamento de crédito'), ou, mesmo que o saque desse de suas reservas líquidas, em vez de temporária, se tornará permanente. Nos dois casos, o seu 'endividamento relativo' terá aumentado contra sua vontade" (1983, pp. 139-140).

Isso evidencia o caso de uma empresa tipicamente “*speculative*”, ou mesmo “*ponzi*”, segundo MINSKY, em que os retornos esperados dos novos investimentos não são suficientes para saldar os serviços das dívidas incorridas para efetuar novos investimentos; ou seja, caracteriza a situação de uma empresa em que o fluxo de entrada de caixa não é suficiente para contrabalançar o fluxo de saída. Mais à frente STEINDL estabelece que:

“O importante para a posição financeira de um empresário, portanto, é não só seu endividamento líquido, a sua taxa de endividamento líquida, mas também o seu endividamento bruto, a sua taxa de endividamento bruta (isto é, a relação entre todo o seu ativo, inclusive crédito contra outros empresários, e o seu capital próprio)” (1983, p. 141).

Isso mostra que a “fragilidade financeira”, em termos da terminologia de MINSKY, corresponde ao conceito de “flexibilidade financeira” steindliano, pois à medida que a empresa apresenta fluxo de saída maior que o fluxo de entrada, determinado pelas taxas de endividamentos líquidas e brutas, caracteriza-se a situação de uma empresa “*speculative*”, se esse desequilíbrio for apenas temporário ou no curto prazo. Caso a firma não consiga ajustar-se em um futuro próximo, apresentando desequilíbrio tão grande a ponto de não conseguir saldar sequer os juros e amortizar as dívidas menos no longo prazo, tal empresa pode ser caracterizada como “*ponzi*”.

É dessa maneira que, ao invés de fundamentar sua análise de fragilidade financeira das empresas em retornos futuros esperados e no conceito keynesiano de incerteza – cujos aspectos são muitos subjetivos, conforme visto anteriormente – MINSKY tê-lo-ia melhor fundamentado nas análises de STEINDL, que incorpora variáveis mais objetivas, e, portanto, mais coladas à realidade do mundo dos negócios, como padrão de concorrência intra-indústria, potencial de acumulação interno das firmas e diferenciais de custos e de lucros, conceitos da análise steindliana, fundamentados inclusive em uma teoria de investimento com característica mais endógena e menos subjetiva.

O crescimento auto-sustentado baseia-se em uma teoria endógena do investimento. Essa teoria passa pela questão do autofinanciamento do investimento, definido como uma proporção dos lucros retidos internamente pelas empresas, sob a forma de reservas mantidas ou poupanças, em relação ao investimento realizado para ampliação da capacidade produtiva. Assim, o estudo da relação lucros/investimentos das

empresas faz-se necessário para analisar o problema do financiamento do investimento e do desenvolvimento auto-sustentado. Essa análise poderá ser estabelecida pela correlação entre as variáveis lucros auferidos e investimentos realizados. Caso essa correlação seja forte mostrará que os investimentos são, em grande parte, financiados pelos lucros retidos e não distribuídos. Ao contrário, se a correlação entre lucro e investimento for baixa, mostrará que o investimento não é fortemente financiado pelos lucros e que as empresas dependerão mais de fontes externas (recursos de terceiros) para financiar seus investimentos.

O grau de utilização e o grau de endividamento têm grande importância para as decisões de investir e não deve ser desconsiderado como elemento determinante do investimento, pois, como estabelece STEINDL, um elevado grau de utilização implicará em níveis de lucros maiores, ao passo que um baixo grau de utilização determinará lucros normais.⁷⁰ De outro modo, um elevado grau de endividamento terá efeitos desestimulantes sobre as decisões de investir, enquanto um baixo grau de endividamento terá efeitos desestimulantes. Contudo, nem KEYNES tampouco KALECKI consideram as influências do grau de utilização e do grau de endividamento em seus modelos de investimento. Porém, no âmbito das análises de STEINDL, o investimento é induzido por certas variáveis, tais como acumulação interna das firmas, padrão concorrencial no interior da indústria que se constituem em variáveis objetivas importantes para a tomada de decisão de investir e que não podem ser desconsideradas se se pretende a estruturação de um modelo de decisões de investimento com aderência na realidade. Assim, as decisões de investir são positivamente influenciadas se a taxa de acumulação interna da indústria for positiva. Por outro lado, o grau de utilização de capacidade poderá ter influências positivas ou negativas sobre as decisões de investir, dependendo de ser elevado ou reduzido.⁷¹ Adicionalmente, a taxa de endividamento (ou débito relativo), exercerá efeitos positivos ou negativos sobre o investimento dependendo da magnitude da dívida. Um grau de endividamento elevado terá uma influência negativa no investimento enquanto que um grau de endividamento baixa terá efeitos positivos para o investimento, levando-se em consideração o princípio de risco crescente de KALECKI. Por fim, a taxa de lucro da empresa também influenciará o investimento, sendo que quanto maior for a taxa de lucro, maior será a parte do investimento a ser financiado com recursos próprio, e quanto menor for a taxa de lucro da empresa, menor será o investimento financiado internamente.

Podemos concluir que as formulações teóricas de STEINDL proporcionam elementos mais estruturantes para a elaboração de uma teoria das decisões de investir, com maior aderência à realidade do mundo dos negócios capitalistas. Entretanto, suas

⁷⁰ Para STEINDL (1983, p. 60), As “*firmas de lucros normais*” são definidas como aquelas “*com média de lucro líquido zero, sob condições de que esse grupo [de firmas] seja constituído pelas menores firmas da indústria*”. Assim, o que interessa é saber “*como as rendas diferenciais são determinadas e qual a causa reguladora da pressão competitiva no interior da própria indústria*” (STEINDL, 1983, p. 60).

⁷¹ Conforme STEINDL (1983, p. 143), “*o grau de utilização significará uma capacidade excedente adicional, que não é desejada nem planejada pelos empresários, mas que lhe é imposta de fora, pela deficiência da demanda efetiva. Essa capacidade excedente, não desejada exercerá, possivelmente, efeito desfavorável sobre o investimento. Se o empresário encontrar-se com uma capacidade excedente maior do que a desejada a fim de poder enfrentar um aumento eventual na demanda, ele será fortemente desencorajado a tentar qualquer expansão*”.

contribuições podem ser complementadas com as de WOOD de forma a proporcionar elementos que possibilitem melhor compreensão do mecanismo do financiamento do investimento, o que será realizado a seguir.

2.6 WOOD e STEINDL: uma formulação dinâmica do financiamento do investimento.

A obtenção de fundos para o financiamento não apresenta problema para a empresa, na concepção neoclássica. Esta pode financiar seus investimentos através de empréstimos, uma vez que está implícito que a disponibilidade de recursos financeiros não é fator limitante para as empresas que estiverem desejosas de investir. Não existe a escassez de capital, apenas escassez de fatores produtivos, o que implica que a taxa de juros não desempenha papel relevante nas decisões de investir; ao contrário, o investimento é precedido de poupança, através dos lucros retidos e pela intermediação financeira.

Outro princípio fundamental na concepção neoclássica em relação ao financiamento do investimento é o fato deste ser realizado em função da relação dos retornos esperados (rendimentos futuros) com a taxa de juros paga pelos empréstimos. Deste modo, o volume de investimento da economia em dado período deve ser igual ao volume de poupanças realizadas pelos agentes econômicos em períodos anteriores, associado aos projetos cuja rentabilidade esperada é suficiente para saldar juros pagos. Mesmo que não haja recursos internos para financiar o investimento, a empresa o fará através de empréstimos. Ela estará desejosa de tomar recursos emprestados, visto que isso aumentará seus ganhos presentes, pois os rendimentos do projeto serão suficientes para pagar os juros e o principal da dívida no futuro, sobrando ainda uma soma para ser poupada, quando avaliar que essa prática de tomar recursos emprestados for adequada. Portanto, o problema do investimento no pensamento neoclássico não é de financiamento, mas tão somente de rentabilidade adequada.

Os juros, na teoria neoclássica, constituem o fator que equaliza o volume de recursos ofertados (poupanças) ao volume de empréstimos. Se o investimento, para um agente específico, for maior que sua poupança, aquele deverá apresentar rentabilidade suficiente para pelo menos pagar os juros incidentes sobre o capital de terceiros tomado emprestado. Não há limites para os empréstimos nem para os juros, pois a escassez de recursos financeiros faz aumentar a taxa de juros e esta faz ampliar o volume de poupança agregada.

A condição necessária para que uma empresa esteja apta a financiar um projeto de investimento, para a teoria neoclássica, é que o valor presente líquido do projeto seja positivo quando descontada a taxa de juros, sendo esta a taxa que operacionaliza a mobilização de poupanças efetuadas pelos vários agentes econômicos que apresentam excedente de renda sobre consumo, onde a mobilização dos recursos é efetuada pelo sistema bancário. O problema do financiamento, na teoria neoclássica, só surgiria em relação a um projeto cujo valor presente líquido fosse negativo ou se seu retorno for

menor que a taxa de juros, mas esse seria um projeto que o empresário não estaria disposto a executar, não importando qual fosse a forma de financiamento: se através dos lucros retidos, ou de empréstimos.

O pensamento keynesiano analisa então a relação entre a taxa de juros com os retornos esperados do projeto, enfatizando que o limite para o investimento é a taxa de retorno do capital investido, quando destacam o papel da categoria “eficiência marginal do capital”, que estabelece que os juros devam ser no mínimo iguais às taxas de retornos esperadas dos projetos para que haja financiamento com capital de terceiros. Esta visão teórica traz significativos avanços no tocante à questão do financiamento do investimento como, por exemplo, a questão do *finance-finding* discutida do capítulo 1; entretanto, não consegue romper muitas limitações no que tange à teoria das decisões de investir do investimento, como, por exemplo, a colocada pela relação causal entre lucros retidos (poupanças *ex ante* ou *ex post*) e investimento, próprio da teoria neoclássica, mesmo estabelecendo, de um lado, a eficiência marginal do capital, ou seja, o fator que limita os projetos a serem executados, e, de outro, as influências das expectativas na tomada de decisão de investir. Para esta concepção, o investimento acaba se relacionando com poupanças, de modo que, no sistema como um todo, ele sempre se iguala à poupança, senão previamente, então *a posteriori*.

A questão do financiamento do investimento para o pensamento keynesiano está situada no âmago do multiplicador. Ou seja, quanto maior ele for, melhores serão as condições de se obter recursos emprestados e a conseqüente possibilidade de obtenção de uma taxa de juros reduzida, o que implica que para a grande maioria dos projetos os retornos futuros esperados devam ser maiores que a taxa de juros. Portanto, a eficiência marginal do capital torna-se não limitadora dos novos investimentos, sendo esses investimentos em sua maioria financiados por empréstimos – poupanças *ex ante* efetuadas pelos agentes econômicos do sistema e mobilizadas pelo sistema bancário, através de empréstimos, e pelas bolsas de valores, através de lançamento de títulos ou ações. Dessa forma, é sintomática a conclusão de Wood (1980) de que:

“(...) a descrição neoclássica e keynesiana do mecanismo do financiamento do investimento é totalmente inconsistente num contexto de mundo real. Na verdade, na prática, o empréstimo é uma fonte insignificante de financiamento de investimento da companhia em comparação com outras opções [de financiamento]. Embora as empresas se empenhem extensivamente em tomar empréstimos a curto prazo ou em caráter temporário, a longo prazo elas são obrigadas a depender fundamentalmente de outras fontes de financiamento. Além disso, por razões que também resultam da ignorância do mercado financeiro (...), as empresas só podem financiar uma pequena parcela de seus investimentos através de novas emissões de ações. Assim, o grande volume (...) de financiamento para os investimentos da empresa são fornecidos e tem que necessariamente ser fornecido, pelos lucros retidos (incluindo as provisões para depreciação)” (WOOD, 1980, p. 20).

WOOD (1980), em sua teoria de lucros, estabelece como princípio central “que a quantidade de lucros que uma empresa deseja auferir é determinada pela quantidade de investimento que ela planeja realizar” (1980, p. 29), sendo o investimento empregado “com o sentido de imobilização física bruta de capital (isto é, investimento em ativo fixo e em estoques)” (p. 29). Para tanto, é estabelecido três relações necessárias para dar condições e especificar exatamente qual a magnitude dos lucros com os quais se pode contar para financiar dado volume de investimento. São elas: a) a relação de retenção bruta, definida como a relação entre o financiamento interno (ganhos retidos e provisões para depreciação) e os lucros; b) a relação de financiamento externo, definida como a relação entre o financiamento externo (novos empréstimos e emissões de ações) e o investimento; e, c) a relação do ativo financeiro, definida como a relação entre a aquisição de ativos financeiros (dinheiro em caixa, títulos vendáveis, etc.) e os investimentos (WOOD, 1980, p. 29-30)

Para esse autor, os gastos totais, GT , da empresa com capital é

$$GT = I + f$$

sendo I investimentos em capital fixo e em estoques, e f investimentos em ativos financeiros.

Esses gastos são em parte cobertos com recursos externos (xI), e o restante deve ser financiado com recursos próprios $(1 + f - x)I$ que, por sua vez, tem que ser igual à quantidade de financiamento interno, determinado pelos lucros retidos, rP . Assim:

$$rP = (1 + f - X)I$$

de onde se obtém que:

$$P = (1 + f - X)I / r$$

evidenciando o nível de lucros, P , a ser determinado para um dado volume de investimento previamente estabelecido. Segundo o autor, as relações de retenção bruta, de financiamento externo e de ativos financeiros, são fundamentais para o desenvolvimento de uma teoria capaz de explicar os lucros e os investimentos, tendo maior aderência à realidade com a qual os agentes produtores e investidores se baseiam para tomar decisões.⁷²

O investimento financeiro, considerado em quase todas as teorias de investimentos, não se caracteriza propriamente como um investimento dentro das abordagens ora traçadas. Segundo as abordagens analisadas até aqui, o investimento ora configura-se em simplesmente um mecanismo de valorização das receitas, ora transforma-se em válvula de escape para o potencial de crescimento da empresa. As

⁷² Não será realizado aqui a apresentação das conclusões do autor, posto que não é objetivo deste trabalho. Contudo, o autor apresenta uma análise bem estruturada das implicações de cada variável na determinação do financiamento do investimento em seu livro **Uma Teoria de Lucros**, sobretudo no seu capítulo 2.

empresas planejam investir e, com isto, planejam também seus rendimentos de longo prazo, para que os lucros auferidos nesse período sejam suficientes para cobrir os desembolsos realizados. Para as empresas que investem seria extremamente oneroso e inconveniente ajustar seus investimentos às oscilações periódicas ocorridas nos lucros no curto prazo. Por outro lado, ao investirem, não podem prever o tempo exato em que obterão receitas ou efetuarão despesas. Isto gera descompasso entre entradas e saídas do caixa. Estes descompassos poderão ocasionar duas situações: poderão ocorrer períodos em que as saídas sejam maiores que as entradas e períodos em que as entradas sejam maiores que as saídas. Nessa segunda situação⁷³ os recursos líquidos acumulados seriam destinados para os mercados financeiros, na compra de títulos. Esses títulos, de posse das empresas, de forma alguma representam investimentos, no sentido propriamente dito, mas sim reservas de fundos realizados pelas empresas que serão alocadas provisoriamente nos mercados financeiros e de capitais. Estas reservas caracterizam-se como fundos líquidos acumulados no processo produtivo, cristalizados momentaneamente no setor financeiro, para fazer frente aos investimentos nos períodos em que a saídas de caixa superarem as entradas na efetivação do investimento. Procedendo desta forma, as empresas conseguem adequar suas decisões de longo prazo com as decisões de curto prazo. De outra forma, as aplicações financeiras nada mais são do que uma variável de controle do ajustamento de caixa das empresas investidoras. É dessa forma que deve ser pensado o investimento: como um processo dinâmico, em que o curto prazo tem implicações e é interdependente do período de longo prazo. Neste sentido, as decisões de curto prazo nada mais são do que medidas manipuláveis para garantir a efetivação das decisões de longo prazo, referentes às metas estabelecidas e associadas com os investimentos. Assim, a aquisição de ativos financeiros e outros ativos caracteriza-se como uma forma de se garantir reservas aos períodos de desajustes do caixa das empresas investidoras. É neste sentido que se deve interpretar a seguinte afirmação de WOOD:

“a quantidade de financiamento pode exceder ou ficar aquém dos gastos em investimentos planejados (a serem financiados internamente) e a empresa tem que contar com uma política financeira a curto prazo flexível de modo a enfrentar as discrepâncias esperadas ou imprevistas” (WOOD, 1980, p. 38).

Em outras palavras, o investimento só deve ser considerado quando se troca certa quantia em valor – dinheiro ou títulos, previamente acumulados – por uma máquina no mesmo valor monetário. Neste caso, houve expansão física do capital produtivo da empresa, o que não ocorre quando a mesma adquire títulos financeiros. A aquisição de títulos é, reiteramos, meramente uma forma de se cristalizar reservas de valor líquidos acumulados, que serão usados em momentos oportunos, sobretudo nos períodos em que as saídas tornam-se maiores que as entradas.

KEYNES e os neokeynesianos não fazem esta diferenciação, pois definem investimento de maneira bastante ampla, o que torna sua teoria das decisões de investir imprecisa em certo sentido, sendo levados a precisões no campo teórico ou a terem de

⁷³ É bom frisar que as empresas não têm controle sobre nenhuma delas, pois as receitas dependem do comportamento do mercado; mais especificamente da demanda pelo produto que, por sua vez, determinará as receitas e com ela os fluxos de caixa.

recorrer à utilização de variáveis de caráter muito subjetivas. Nas análises sobre o investimento, a compra de títulos é também considerada como investimento que as empresas fazem como forma de diversificar seu portfólio. As aplicações são consideradas investimentos por renderem juros ou dividendos, aumentando a rentabilidade das empresas.

Os empréstimos podem ser incluídos na análise anterior, pois constituem-se em uma forma que as empresas têm de obterem recursos a curto prazo, quando apresentam desajustes em seus fluxos de caixa, e as saídas de recursos, ocorridas por circunstância dos desembolsos causados pelos investimentos em capital fixo, forem maiores que as entradas proporcionadas pelos retornos dos mesmos. As empresas captarão empréstimos quando avaliarem que mais à frente, em um futuro próximo, obterão recursos suficientes para saldar os juros cobrados sobre os empréstimos contraídos e o principal da dívida. Porém, existe um limite para o endividamento da firma. Este limite é imposto pela possibilidade de falência ou pelo princípio do risco crescente, caso o grau de endividamento seja elevado, de modo, por exemplo, que dada uma variação abrupta na demanda e, por conseguinte, nos lucros de curto prazo, a empresa não consiga saldar suas obrigações futuras, inclusive nem as de longo prazo. Assim, “quanto mais inconstantes forem os lucros de uma firma, tanto mais baixo será o índice de endividamento que ela escolherá” (WOOD, 1980, p. 45), e tanto menor será a contratação de empréstimos. Fluxos de lucros inconstantes causam retração na disposição dos empresários em alavancar investimentos através de recursos de terceiros, fundamentalmente através do mercado de crédito. Do exposto podemos perceber uma relação entre regularidade nos fluxos de caixas e nos rendimentos das firmas e os níveis de investimentos praticados. Setores e firmas que estruturarem mecanismos que garantam regularidade em seus fluxos de rendimentos passam a apresentar diferencial em seus níveis de investimentos e suas capacidades de financiá-los frente aquelas que não conseguem manter regularidade nos fluxos de caixas. Outra relação a ser destacada é que a regularidade nas vendas e nos níveis de rendimentos de uma empresa está associado ao comportamento da demanda pelo seu produto e às características dos mesmos, bem como ao comportamento concorrencial da indústria da qual a firma faz parte, conforme as argumentações centradas em STEINDL anteriormente realizada.

Podemos concluir, portanto, que tanto a aquisição de ativos financeiros como os empréstimos são meramente formas das empresas se ajustarem temporariamente (no curto prazo) às disponibilidades financeiras de caixa e à regularidade dos fluxos financeiros em relação às suas decisões de longo prazo – ou seja, em relação aos investimentos planejados. O objetivo-síntese em WOOD é mostrar que as empresas planejam obter lucro para financiar o investimento previamente estabelecido. Os empréstimos são cobertos com os lucros retidos pelas empresas após o período de efetivação do investimento em capital fixo, o que nos leva a dizer que não fazem parte dos recursos que serão efetivados como investimentos, servindo apenas como instrumento ou meio para dar partida à execução dos projetos de investimentos. Conclui-se também daí que os ativos financeiros (a carteira de portfólio) e o grau de endividamento da empresa medem somente os desajustes ocorridos nos períodos da realização dos investimentos, pois são “fontes” temporárias de financiamentos que são

utilizadas nos períodos em que as empresas encontram-se desajustadas financeiramente. Estas “fontes” são totalmente repostas pelos lucros retidos após o período de investimento; ou seja, através de lucros e reservas acumuladas internamente. Estas formas de financiamento permitem às empresas escaparem, de um lado, do comportamento variável da demanda e, de outro, das variações da taxa de juros em períodos de competição acirrada por recursos financeiros. Por isso, pode-se dizer que são os lucros internos, juntamente com as reservas de depreciações, que financiam a totalidade do investimento, corroborando assim com as argumentações de FILARDO (1980) e WOOD (1980) e com a hipótese central do trabalho.

Novas emissões de ações não são muito consideradas pela grande maioria das empresas como forma de obterem recursos extras para financiar o investimento, pois o lançamento de novas ações no mercado tem implicações em termos dos preços e da rentabilidade das mesmas. Para que as empresas consigam obter recursos extras através de colocação de novas ações no mercado é necessário estimular os demandantes das mesmas, através de aumento na rentabilidade das novas ações, o que ocorre via política de distribuição de dividendos. Apenas com uma política que implique maior distribuição dos lucros, os agentes demandantes das novas ações – inclusive as empresas que pretendem cristalizar suas disponibilidades financeiras em ações de outras – passarão a adquiri-las, ampliando a participação das ações da empresa lançadora de novos valores mobiliários no seu portfólio. Porém, existe uma implicação resultante desse aumento na rentabilidade das ações, que é a diminuição dos lucros retidos internamente pela maior soma dos lucros distribuídos pelos dividendos.⁷⁴ Os empresários e administradores não têm condições de avaliar se a diminuição do potencial de acumulação interno, pelo aumento dos lucros distribuídos como incentivos aos acionistas de forma a incentivar a demanda por suas ações, é compensada pela captação de recursos através das novas ações lançadas no mercado. Para que novas emissões constituam-se em uma forma efetiva de financiamento do investimento é necessário que os empresários e administradores tenham condições de avaliar, ou de alguma forma conhecer, o impacto causado pelas reduções dos lucros retidos em circunstância da adoção de política agressiva de distribuição de dividendos, exigido pelos acionistas e pelo maior volume de ações que passam a existir no mercado, e o impacto que essa política pode causar nas condições da empresa alavancar recursos de terceiros, cálculos esses nunca realizados pelas empresas. Geralmente as firmas não adotam tal prática como mecanismo recorrente, pois conforme WOOD:

“as novas emissões de ações são uma fonte de financiamento secundária. As firmas raramente fazem novas emissões e quando o fazem, as somas de dinheiro

⁷⁴ Segundo WOOD (1980, p. 62), “os interesses dos administradores das empresas podem exercer certa influência sobre a determinação da taxa de distribuição de dividendos”, pois estão “principalmente preocupados em aumentar o tamanho de suas firmas”, por isso “tenderão a escolher uma taxa de distribuição de dividendos mais baixa do que as consideradas apropriadas pelos acionistas a longo prazo”. Disso WOOD conclui que, “quanto mais elevada a taxa de distribuição de dividendos estabelecida para longo prazo, tanto maior será a alteração, a curto prazo, dos lucros retidos em respostas a qualquer alteração a curto prazo nos lucros. E, quanto maior a variabilidade dos lucros retidos, tanto maior é a tensão imposta às fontes de recursos a curto prazo da empresa. Assim, uma taxa de distribuição de dividendos elevada aumentaria o risco de o programa de investimentos a longo prazo ter de ser interrompido por uma queda a curto prazo dos lucros, a menos que a empresa mantenha uma proporção substancialmente maior de seus ativos na forma líquida”.

levantadas são comparativamente pequenas Em certa medida, isto ocorre porque as empresas são dissuadidas pela inconveniência e pelos custos administrativos e de corretagem que as emissões implicam. Todavia, a principal causa da raridade das novas emissões é que estas não são apreciadas pelos acionistas a longo prazo” (WOOD, 1980, p. 68).⁷⁵

Devemos esclarecer que mesmo que o investimento seja todo financiado pelos lucros retidos pelas firmas, existem diferenças quanto à forma de financiá-lo. Essas diferenças caracterizam-se pelas especificidades relativas às firmas como, por exemplo, seu mercado e sua indústria. Fundamentalmente, essas diferenças compõem-se em diferentes potenciais de acumulação interna que cada firma consegue efetuar sozinha. Isso, por sua vez, é influenciado pelo grau de monopólio e pelas estruturas de mercado, com todas as suas implicações estabelecidas por e STEINDL e analisadas nas seções anteriores. Ou seja, as diferenças de se adquirir mais ou menos ativos financeiros, ou mais ou menos empréstimos, para fazer frente aos desajustes de caixas das empresas e para financiar a expansão do capital, é função do grau de autofinanciamento específico de cada empresa. Portanto, podemos concluir que integrar as análises de STEINDL às de WOOD é a melhor forma de se analisar dinamicamente o financiamento do investimento em uma economia capitalista.

2.6.1 Margens de lucro de curto e longo prazo e decisões de investimentos.

Segundo WOOD (1980), a empresa tem a capacidade de influenciar a margem de lucro de longo prazo, não só porque tem o poder de estabelecer a magnitude de seu *mark up* sobre os custos no curto prazo, mas, também, porque é capaz de controlar a capacidade instalada no longo prazo. No curto prazo a empresa só tem controle sobre a margem de lucro através do estabelecimento da magnitude de seu *mark up*. Contudo, a capacidade instalada de curto prazo é fixa, cujo nível “flutua de forma imprevisível (se comparada ao longo prazo), acompanhando as oscilações da demanda” (WOOD, 1980, p. 77).⁷⁶ Entretanto, como estabelece o autor, os investimentos são determinados pela margem de lucro de longo prazo.

Devido ao fato de as empresas terem a possibilidade de controlar a capacidade instalada no longo prazo, e a margem de *mark up* no curto prazo, as decisões de investir, num horizonte maior de planejamento, tendem a ser tomadas com maior grau de segurança e/ou confiança (sob melhor expectativa, segundo KEYNES), uma vez que as influências exercidas pelas empresas sobre a margem de lucro são maiores no longo

⁷⁵ Para WOOD (1980, p. 54): “A regra que os administradores devem aplicar de forma a maximizar a segurança do acionista segue automaticamente: reter os ganhos (i.e. investir) [quer em ativos fixos, quer em ativos financeiros] até o ponto em que a taxa de retorno esperada (ajustada à incerteza) dos ganhos marginais em investimentos seja igual à melhor expectativa de taxa de retorno (ajustada à incerteza) que os acionistas poderiam obter se estivessem estes fundos fora da empresa”.

⁷⁶ Segundo WOOD (1980, p. 77), “no longo prazo a capacidade instalada é uma variável que a empresa controla”. Isto, contudo, possibilita à firma “formular seus planos estratégicos de forma a manter uma determinada relação entre demanda e capacidade. No entanto, a curto prazo, quando a capacidade instalada é fixa, a empresa supõe que o percentual da capacidade utilizada flutue de forma imprevisível (se comparada no longo prazo), acompanhando as oscilações da demanda. Tais oscilações tendem a fazer com que a margem de lucro real da empresa varie a curto prazo em torno da margem de lucro para o longo prazo”.

prazo, tendo, por conseqüência, melhores condições de estabelecer as fontes de recursos e determinar a capacidade de financiamento para os investimentos. Essa análise coloca as seguintes indagações: se as empresas possuem um horizonte de longo prazo de planejamento de seus investimentos mais seguro, o que as torna então menos sensíveis à tomada de decisão de investir? Ou seja, por que não investem a uma taxa maior e com mais regularidade e constância, dado a capacidade de influenciar e controlar seus *mark ups* no curto prazo e a capacidade instalada no longo prazo? Ainda: por que, uma vez sendo, a princípio, capaz de garantir internamente os recursos necessários para financiar os projetos de investimento em execução, as empresas não investem, ou pelo menos não são sensíveis a investirem, em determinados períodos?

As respostas a estas questões devem ser buscadas nas influências das empresas sobre a margem de lucro no curto prazo. A capacidade instalada é variável e controlada pelas empresas apenas no longo prazo, em função do horizonte temporal dos investimentos. Entretanto, no curto prazo a capacidade instalada está dada e o grau de utilização da mesma depende das oscilações ocorridas na demanda. A demanda, por sua vez, se relaciona com o preço, determinando, por conseguinte, as margens de lucro, dado o *mark up* instituído sobre os custos médios, sendo que os custos médios produtivos estão fora de efeitos de influência da demanda. Reduções no *mark up* e/ou no preço, mesmo que para um mercado oligopolístico, fazem com que a demanda se amplie. Por outro lado, aumento no *mark up* e/ou no preço implica em redução na demanda pelo produto. Mesmo que as empresas tenham poder de determinação de preços em mercados oligopolísticos, as mesmas estão sujeitas ao comportamento da demanda. Portanto, as empresas sofrem restrições em aumentar preço *ad infinitum*, pois isto fará com que a demanda para seu produto se reduza, além de provocar efeitos sobre seu mercado corrente, sobre sua participação relativa no mesmo e sobre a possibilidade de entrada de novos concorrentes, comprometendo assim os ganhos e rendas, por mais que elas tentem manter o nível de lucro através do estabelecimento de seus *mark ups*, dada a capacidade de controle sobre estes no curto prazo.

Portanto, no longo prazo o horizonte de planejamento do investimento é mais seguro – não obstante o fato de que um horizonte temporal maior implicar em aumento das influências e dos efeitos das expectativas sobre as decisões dos empresários, segundo a abordagem de KEYNES – uma vez que poderão ser realizados com maior segurança em função de que os recursos necessários para seu financiamento estão de certa forma mais garantidos pela margem de lucro de longo prazo sem grandes oscilações.⁷⁷ Porém, isto não ocorre na prática. Existem períodos em que os empresários não estão desejosos de investir. Estes períodos não poderiam existir, dado que as empresas sempre teriam condições de manterem uma taxa de lucro de longo prazo suficientemente adequada para manter os investimentos planejados. Podemos concluir, portanto, que a magnitude dos investimentos realizados é função da margem de lucro estabelecida no curto prazo,

⁷⁷ O lucro de capacidade determinará, segundo STEINDL (1983), uma margem, e, por conseguinte, uma taxa de lucro de longo prazo capaz de garantir retornos suficientes para o financiamento dos projetos de investimentos em execuções. Não fosse esse o caso, e se por circunstância o empresário não acreditasse nisso, de modo algum daria andamento em qualquer projeto de expansão da capacidade produtiva, sobretudo os investimentos financiados com recursos de terceiros.

através do controle sobre seus *mark ups*; porém, sofrendo influências da margem de lucro que é estabelecida para o longo prazo.

A garantia de fundos de longo prazo para investimentos, através do estabelecimento de uma suficiente margem de lucro neste período, é uma garantia adicional utilizada pelos empresários, que será usada caso os recursos necessários não sejam suficientes para saldar os encargos estabelecidos pelo volume de investimento previamente adotado. Ou seja, as empresas só se utilizarão do controle da margem de lucro de longo prazo, através do estabelecimento de uma adequada capacidade instalada, caso no curto prazo não houver condições de garantir recursos através do controle da margem de *mark up* necessários e suficientes para o investimento. Somente em momentos como estes os empresários procurarão adequar as capacidades utilizadas para estabelecer uma margem de lucro de longo prazo que garanta os recursos necessários para o volume de investimento estabelecido.

Segundo WOOD (1980) as oscilações na demanda “tendem a fazer com que a margem de lucro real da empresa varie a curto prazo em torno da margem de lucro estabelecida para o longo prazo” (1980, p. 77). Porém, é a margem de lucro de curto prazo é que mais influencia as decisões de investir e a taxa de investimento, como estabelecido acima, mesmo porque os empresários não têm bem definido a margem e a taxa de lucro de longo prazo, sendo esta menos evidente aos empresários investidores que estão mais sensíveis às variações que ocorrem em seus ganhos no curto prazo. Ou seja, é mais evidente e mais determinístico o comportamento da margem de lucro de curto prazo para os empresários do que a margem de lucro de longo prazo. A margem de lucro de longo prazo é estabelecida para um horizonte temporal utilizado pelas empresas para tomar decisões de investimentos e resolver distorções ocorridas no curto prazo nos fundos para financiá-los.

Desse modo, o modelo que será estruturado para analisar o financiamento do investimento, cujos resultados poderão ser vistos no quarto capítulo, tem como variável independente o investimento realizado em um dado período e como variável dependente o lucro ou prejuízo operacional líquido obtido pelas empresas. Esta forma de se analisar o financiamento dos investimentos fato pode parecer uma maneira simples e limitada de abordagem; entretanto, como assinala WOOD (1980):

“as empresas têm de fato perspectivas a longo prazo sobre seu desenvolvimento futuro e que a decisão sobre a margem de lucro é uma decisão essencialmente do longo prazo”, não estando “sujeitas aos caprichos da demanda”. (...) “tal suposição é sustentada por um grande número de evidências relacionadas com o comportamento das empresas em geral e com a natureza das suas decisões sobre a margem de lucro” (1980, pp. 77-78).

Entretanto, o autor adota um foco analítico bastante diferenciado quando deixa claro que as empresas “estabelecem seus preços com base no ‘mark up’ percentual sobre os custos unitários”. O *mark up* e o custo unitário são fatores que são determinados no curto prazo, sendo, portanto, determinantes inclusive da margem de lucro de curto

prazo. Assim, podemos perceber que a margem de lucro de longo prazo está relacionada com a margem de curto prazo. Se a empresa consegue garantir por uma série de períodos produtivos contínuos uma margem de lucro de curto prazo elevada, obterá também uma margem de longo prazo elevada. O contrário também é verdadeiro. Se a margem de lucro de curto prazo for baixa, como seria possível a empresa obter uma margem de lucro de longo prazo elevada? Os empresários, quando tomam decisões de investir, não as tomam olhando para as expectativas keynesianas futuras, dada as suas incertezas e indefinições e a subjetividade de sua determinação, conforme discutido, tampouco conseguem ter clareza maior sobre a margem de lucro de longo prazo, até porque esta depende dos ganhos que estão tendo no curto prazo. Eles são muito mais afetados pelos resultados em termos dos ganhos que estão obtendo no curto prazo e pelo comportamento da demanda pelo seu produto. Assim, podemos concluir, portanto, que não somente a margem de lucro de longo prazo, mas também a margem de lucro de curto prazo desempenha papel importante enquanto fator determinante das decisões de investir dos empresários. Por circunstância do exposto, é adotado como hipótese que os lucros de curto prazo são capazes de explicar a expansão dos recursos produtivos da empresas.

Não é pretensão de este trabalho retirar da determinação do *mark up* e da margem de lucro de longo prazo o papel que estas variáveis têm, segundo WOOD (1980), na determinação das decisões de investir dos empresários. Porém, as influências que elas exercem sobre as decisões de investir podem não ser tão evidentes assim nas perspectivas dos empresários e homens de negócios que, de maneira geral, sempre estão envolvidos com aspectos mais cotidianos e corriqueiros. Logicamente os lucros obtidos hoje são derivados e sofreram influências das perspectivas e das estratégias de investimentos traçadas pelos empresários ao longo de um tempo passado remoto e, ao mesmo, tempo distante. Os lucros de hoje são determinados pelo preço e *mark up* (curto prazo) e pelos investimentos realizados no passado que define a capacidade produtiva instalada (longo prazo). Contudo, as decisões de investir tomada hoje não podem estar muito relacionadas com a margem de lucro de longo prazo porque nada garante que estas assim permanecerão, e que o futuro seja reprodução do presente que é reflexo do passado. A margem de lucro de longo prazo, constatada para um período longo transcorrido, é muito diferente e nada tem a ver com a margem de lucro de longo prazo para um futuro no qual os novos capitais estarão sendo efetivados. Nada garante ao empresário que no longo prazo (futuro), quando os novos capitais que serão investidos estiverem sendo de fato efetivados, a margem de lucro será a mesma. Portanto, podemos dizer que o empresário não toma decisão de investir com base em uma margem de lucro de longo prazo constatada (passado) para os investimentos realizados no passado. A margem de lucro de longo prazo que talvez pudesse influir sobre suas decisões de investir é de longo prazo (futuro) deverá estar acontecendo quando os capitais produtivos investidos realmente entrarem em operação, e isso só acontece num futuro distante. Entretanto, esta se torna pouco influente sobre as decisões de investir dos empresários, dado as incertezas que as envolvem e com as quais estão relacionadas.

De outra forma, não podemos dizer que os investimentos e as decisões de investir não são derivados do comportamento da margem de lucro no longo prazo, mas também

devemos ter claro que o comportamento da margem de lucro no curto prazo é extremamente importante, não podendo, portanto, ser desconsiderada para a análise da determinação dos investimentos e das decisões de investir. Não é teoricamente possível desconsiderar as influências da determinação daquela margem de lucro sobre as decisões empresariais de investir. Além disso, as decisões de investir, tomadas com base no comportamento da margem de lucro de longo prazo, têm caráter de avaliação subjetivo, uma vez que são estabelecidas em termos de projeções e previsões futuras.

Estas considerações vêm corroborar com o que foi discutido anteriormente, onde se procurou demonstrar que as decisões de investir, e a realização de determinado volume de investimento pretendido por uma empresa, depende do comportamento da demanda pelo produto que, por sua vez, influencia a margem de *mark up* de curto prazo. Estas considerações também vêm justificar a utilização, no modelo estabelecido a ser destacado no capítulo quatro, da variável lucro líquido como determinante do investimento visto que um ano pode ser considerado como um período relativamente longo ao se considerar a tomada de decisão e a realização de determinado volume de investimento para muitas atividades produtivas. Entretanto, antes da apresentação do modelo devemos aprofundar nossa compreensão sobre os determinantes das fontes internas de financiamento, objeto de análise da seção seguinte.

2.6.2 Os determinantes das fontes internas de financiamentos.

2.6.2.1 A política de distribuição de dividendos.

As fontes de financiamento com as quais as empresas contam para financiar despesas com capital fixo são, de maneira geral, os recursos próprios (fontes internas) e os recursos de terceiros (fontes externas). Os recursos próprios são determinados pela política de lucros que, por sua vez, é resultante da política de preços e do comportamento da demanda, e pela política de dividendos, uma vez que esta determinará a distribuição dos lucros totais em parcela retida e distribuída (FILARDO, 1980). Os recursos de terceiros são provenientes do endividamento (créditos) e da emissão de novas ações.

Como a política de dividendos tem influências sobre os recursos próprios, e como estes constituem, segundo os estudos sobre a composição relativa das fontes no financiamento do investimento, uma importante fonte de financiamento, devemos, portanto, analisar quais os fatores que determinam a política de distribuição dos dividendos.

MODIGLIANI e MILLER (1959), ao assumirem a hipótese de que o *staff* administrativo da empresa defende os interesses dos acionistas da melhor forma possível, os lucros retidos para serem investidos podem ser vistos como equivalentes à subscrição de ações, desde que o retorno do novo projeto de investimento, financiado com os lucros não distribuídos, seja equivalente ao melhor rendimento possível que a aplicação dos dividendos no mercado financeiro pudesse proporcionar aos acionistas contemplados com a distribuição. Disso os autores concluem que as empresas não se vêem impelidas a

distribuir lucros na forma de dividendos, desde que os ganhos não obtidos com a não aplicação dos dividendos sejam recompensados pela valorização das ações decorrentes dos novos projetos de investimentos.

Entretanto, como o investimento financiado pelos lucros não distribuídos envolve risco de retorno necessariamente maior que os riscos provenientes das aplicações dos dividendos no mercado financeiro, devido ao fator incerteza relacionado aos projetos investimentos, isso pode trazer problemas do ponto de vista das preferências entre administradores e acionistas quanto à distribuição e aplicações dos lucros totais. Como há assimetrias nas expectativas de investidores e acionistas quanto aos retornos dos novos projetos de investimentos e quanto aos prováveis rendimentos financeiros das aplicações dos dividendos, dadas as diferenças existentes entre ambos no que se refere à incerteza e à percepção de retorno e risco, LINTNER (1956) propõe que o recebimento de dividendos e uma regularidade na política de distribuição de lucros representam uma forma de minimizar riscos e maximizar retornos das carteiras de ações. Nesse sentido, o autor conclui que é preferível uma regularidade no padrão de distribuição dos dividendos e que as empresas, ao estabelecerem suas políticas de distribuição de dividendos, levem em consideração a necessidade de manter estável a renda decorrente dos dividendos pagos aos acionistas, e não o rendimento futuro dos novos investimentos realizados com base nos recursos não distribuídos.

Em corolário a essa visão, WOOD (1980) estabelece que os custos de transações de ações, a incidência de impostos sobre os valores negociados nos mercados acionários, a possibilidade de as empresas investirem em projetos de menor rentabilidade, mas, sobretudo, as inconstâncias conjunturais dos mercados de ações e suas conseqüências sobre a volatilidade dos preços das ações, são razões para que os acionistas prefiram um padrão estável de distribuição de dividendos como forma de minimizar os custos de manutenção das carteiras de ações e reduzir as incertezas sobre os fluxos de rendas decorrentes dos dividendos recebidos.⁷⁸

Corroborando com o acima exposto, FILARDO (1980, p. 26) conclui que “as empresas distribuem uma parcela considerável de seus lucros em forma de dividendos”, sendo esta uma obrigação com a qual se defrontam, e que “a necessidade de distribuir dividendos é uma restrição quanto à utilização dos lucros totais gerados no período para o autofinanciamento” (p. 26).

Assim, podemos perceber que a política de dividendos das empresas está diretamente e estritamente relacionada com a capacidade das mesmas em acumular recursos internos para autofinanciar as despesas com capital fixo, condicionando o seu investimento e o seu potencial de crescimento. Isso implica em analisar quais os determinantes da acumulação interna das empresas e, por conseguinte, quais os limites

⁷⁸ Segundo WOOD (1980, p. 54), “a regra que os administradores devem aplicar de forma a maximizar a segurança dos acionistas segue-se automaticamente: reter ganhos (i.e. investir) até o ponto em que a taxa de retorno esperada (ajustada à incerteza) dos ganhos marginais em investimentos seja igual à melhor expectativa de taxa de retorno (ajustada à incerteza) que os acionistas poderiam obter se investissem esses fundos fora da empresa”.

do seu potencial de crescimento a partir dos recursos próprios, o que será analisado a seguir.

2.6.2.2 A acumulação interna e o autofinanciamento do investimento.

Como a acumulação de fundos internos está relacionada à política de dividendos, conforme visto acima, os recursos internos com os quais as empresas podem contar para autofinanciar investimentos são determinados pelo volume de lucros provenientes das atividades produtivas e comerciais das empresas e pela distribuição de dividendos. Entretanto, como visto anteriormente, os lucros auferidos pelas empresas estão condicionados pelas características do produto, pela estrutura de mercado em que a firma está inserida e também pelas políticas de preço e de concorrência.

Contudo, quanto à questão de ser o autofinanciamento uma condição necessária para que as empresas possam manter seus níveis planejados de investimentos e, por conseguinte, manter o ritmo de crescimento e participação no mercado, MODIGLIANI e MILLER (1959) afirmam que as empresas tomam a decisão de financiar investimentos desde que tenham perspectivas de taxa de rentabilidade maior, ou no mínimo idêntica, ao retorno que esses recursos possam ter ao serem aplicados no mercado financeiro. Disso decorre que a origem da fonte dos recursos para financiar investimento, se próprio ou de terceiros, não tem muita importância, desde que o retorno do novo investimento seja superior ao melhor rendimento que se possa obter com a aplicação dos recursos. Lógico que se os recursos para financiar o investimento forem provenientes de empréstimos, os retornos do investimento não podem ser iguais, mas superiores, aos rendimentos do mercado financeiro.

Para LINTNER (1956), como a distribuição de dividendos deve ter certa regularidade, a disponibilidade de fundos para autofinanciar investimentos depende da política de distribuição dos dividendos. Contudo, para o autor, uma política conservadora de distribuição de dividendos pode permitir certa capacidade de autofinanciamento, cujo volume depende do montante de lucros distribuídos sob a forma de dividendos.

WOOD (1980, p. 59) avança em termos analíticos ao afirmar que “os acionistas não avaliam a política de dividendos em termos da qualidade das oportunidades de investimento marginal das empresas”. Segundo esse autor, os fatores que exercem influência nas preferências dos acionistas com relação à política de dividendos das empresas são as expectativas relativas às inconstâncias e incertezas no mercado de ações, o grau de liquidez preferido, o grau de aversão ao risco e a posição dos acionistas e das empresas (dirigentes) em relação aos impostos. Entretanto, apesar de ser mais realista por não depender de pressupostos restritivos,⁷⁹ podemos perceber que mesmo para WOOD o autofinanciamento está circunscrito dentro dos limites dos lucros não distribuídos.

⁷⁹ Segundo FILARDO (1980, p. 29), as abordagens de MODIGLIANI e MILLER (1959) e LINTNER (1956) dependem da adoção de pressupostos muito restritivos que descolam a teoria da realidade, quais sejam: i) as características do mercado de capital devem ser tais que a oferta de fundos para investir deve ser infinitamente elástica; ii) o mercado de ações e os acionistas sempre possibilitam a captação de fundos através de subscrição de novas ações; iii) a ocorrência de simetrias perfeitas entre demandantes e ofertantes de fundos em relação aos retornos

Considerações finais.

O financiamento do investimento está circunscrito pela capacidade das empresas de alavancar recursos internos através de suas atividades produtivas. Esta capacidade, por sua vez, é determinada pela estrutura de mercado, em suas várias formas existentes, e o processo de concorrência estabelecido em cada uma delas. Como analisado, a estrutura de mercado e o processo concorrencial determinam o potencial de acumulação interna e de crescimento das firmas, o progresso técnico, os rendimentos e a capacidade de autofinanciamento das mesmas. Adicionalmente, a capacidade de geração de recursos próprios passíveis de serem usados para financiar investimento também tem estreita relação com o grau de endividamento e a capacidade das firmas de alavancar recursos de terceiros seja através do mercado de crédito ou do mercado de capitais.

Isso implica na necessidade de uma formulação teórica dinâmica do mecanismo do financiamento do investimento realizado pelas firmas. Nesse sentido, uma abordagem integrada das interpretações de STEIDL e WOOD permite analisar o processo de financiamento do investimento de forma mais dinâmica ao possibilitar estabelecer os determinantes da capacidade de autofinanciamento das firmas.

Contudo, a capacidade de autofinanciamento das firmas brasileiras também está circunscrita pelas condições de inserção da economia no mercado mundial dado fundamentalmente pela abertura comercial e financeira ocorridas nos anos 90, objeto de análise do próximo capítulo.

Capítulo 3

O financiamento do investimento das empresas brasileiras após as aberturas comercial e financeira ocorridas na década de 90.

As empresas brasileiras passaram a contar, após o processo de abertura financeira ocorrido na economia a partir do início da década de 90, com novas alternativas de financiamento do investimento – além daquelas discutidas nos capítulos anteriores – definidas pelo acesso a recursos junto aos mercados financeiros no exterior e pelos fluxos de capitais internacionais, possibilidade esta não disponível até então em virtude da retração ocorrida nesses mercados a partir do final dos anos 70 e início dos anos 80 em decorrência da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento.

Após uma década de exclusão dos mercados financeiros internacionais, os países emergentes voltaram a ter acesso ao crédito internacional em bases voluntárias, possibilitando que empresas passassem a ter à suas disposições novas alternativas e mecanismos de financiamento de seu crescimento. A forma de captação de recursos externos foi baseada em *securities*, com destaque para títulos de rendas fixas, como *bonus* e *notes*, e títulos de renda variável, como ações; forma esta bastante distinta da que prevaleceu durante os anos 70, quando predominavam os empréstimos bancários sindicalizados.⁸⁰

As mudanças ocorridas nos mercados financeiros internacionais nos anos 80, sobretudo as decorrentes das políticas econômicas implementadas nos países desenvolvidos, e as decorrentes de alterações no cenário macroeconômico mundial que estiveram relacionadas às transformações nos mercados financeiros internacionais

⁸⁰ Em termos comparativos, segundo HIGA (1998, p. 7), “em 1996, os fluxos de capitais privados para os países emergentes totalizaram US\$ 243,8 bilhões, sendo que 37,6% corresponderam a fluxos de carteira (18,9% a fluxo de carteira em títulos e 18,7% a fluxo de carteira em ações), 44,9% corresponderam a investimentos diretos externos e apenas 14,0% a empréstimos [sindicalizados] de bancos comerciais”.

(securitização,⁸¹ globalização financeira e crescimento dos mercados de ativos associado às alterações no papel dos investidores internacionais), condicionaram o tipo de inserção financeira dos países emergentes nos mercados financeiros internacionais, denotando o tipo de composição dos fluxos de capitais para aqueles países. Vale acrescentar que quando os países emergentes passam a ter acesso a fontes externas de financiamento, as maiores beneficiadas são as empresas na medida em que passam a contar com novas fontes de recursos para financiar a expansão de suas atividades produtivas, podendo inclusive arbitrar custos de capitais. Isso se deu em função do fato de que o processo de securitização, também conhecido como desintermediação financeira ou titularização, estabeleceu a possibilidade de contratação direta de créditos pelas empresas através da emissão e colocação de títulos mobiliários nos mercados financeiros domésticos e internacionais. A possibilidade de captação de recursos por meio do lançamento de títulos representativos de ações (*depository receipts*) nos mercados financeiros internacionais ampliou as alternativas e possibilidades de financiamento do investimento para as empresas brasileiras de capital aberto.

As mudanças nas políticas econômicas nos países desenvolvidos resultaram da necessidade de combater o quadro de elevação das taxas de inflação interna e da desaceleração da atividade econômica, associada à elevação dos níveis de desemprego ocorridos nos anos 70 nas principais economias desenvolvidas. Os fatores que contribuíram para a consolidação desse quadro foram: i) o fim do sistema montado em Bretton Woods associado ao fracasso das tentativas de ordenamento das taxas de câmbio no contexto mundial, ii) a ocorrência do primeiro choque do petróleo no início dos anos 70 e, iii) a adoção de medidas de política monetária restritivas, de caráter recessivo, pelos países desenvolvidos.

O objetivo neste capítulo é analisar os impactos causados pelo processo de abertura da economia durante a década de 90 sobre a estrutura de financiamento do investimento das empresas brasileiras. Para tanto, o capítulo está dividido em quatro seções, além dessa introdução. Na próxima seção será esboçado um quadro geral sobre o ajuste financeiro da grande empresa privada ocorrido entre os anos 80 e 90, com o objetivo de levantar as principais tendências de alteração no seu *mix* de financiamento frente às diversas conjunturas internas e externas desse período. Na seção seguinte será realizada uma análise sobre os princípios que estão por trás da abertura financeira, segundo o estabelecido pelo pensamento econômico do *mainstream* e pela visão alternativa de viés keynesiana. Na terceira seção será realizada uma investigação objetivando compreender quais são os impactos dos fluxos de capitais para a economia brasileira nos anos 90 sobre os mercados de créditos e de capitais brasileiros, destacando as implicações daí decorrentes sobre o mecanismo de financiamento dos investimentos das empresas brasileiras. Na Quarta e última seção será efetuada uma análise sobre os mecanismos utilizados pelas empresas brasileiras de captação de recursos externos através

⁸¹ A securitização surgiu nos Estados Unidos na década de 70 em função de problemas de liquidez e solvência dos bancos norte-americanos associados à crise da dívida externa dos países Latino-americanos e às próprias transformações financeiras em curso naquela época. Nessa fase inicial, a securitização consistia na transformação de ativos não-negociáveis (empréstimos bancários) em ativos negociáveis (títulos). Com o aumento do processo de financiamento do investimento através da venda de títulos negociáveis (*securities*) ao longo da década de 80, a securitização passou a ser entendida como operações de emissão de *securities*.

do lançamento de *DRs* nos mercados financeiros e de capitais internacionais, destacando também as implicações desse mecanismo sobre as mudanças na estrutura de financiamento do investimento.

3.1 Estrutura de financiamento das empresas brasileiras nas décadas de 80 e 90.

As mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro ao longo das décadas de 80 e 90 alteraram significativamente os parâmetros estruturais que balizavam as decisões empresariais quanto à composição do *funding* dos investimentos planejados. Essas mudanças decorreram das restrições financeiras internacionais ocorridas durante praticamente toda década de 80, e que se desdobraram da crise da dívida externa, das restrições impostas pela implementação de políticas econômicas restritivas como mecanismo de ajuste dos desequilíbrios internos e externos, da abertura comercial e financeira no início dos anos 90, da estabilização macroeconômica e da apreciação cambial ocorridas em meados desta última década. Enquanto, segundo PEREIRA e CARVALHO (1998) e PEREIRA (1999, 2000), as mudanças ocorridas nos anos 80 implicaram na percepção empresarial de redução do custo implícito de mobilização de recursos pelas fontes internas através da calibragem altista, nesse período, dos *mark ups* praticados, nos anos 90 o ônus implícito cresceu automaticamente,⁸² associado à elevação dos *mark ups* postos pela maior pressão competitiva decorrente da abertura comercial e da apreciação cambial. Isso fez alterar o *mix* do financiamento utilizado pelas empresas entre recursos próprios e de terceiros nos seus esquemas de financiamento ao longo do período em análise. Dessa perspectiva analítica, é possível constatar que com a abertura comercial e a exposição das empresas brasileiras à maior pressão da concorrência externa, aumenta o custo de mobilização de recursos por meio do ajuste altista dos *mark ups* em comparação ao custo de captação de recursos via fontes externas.

Diante da conjuntura vivida pelas empresas brasileiras na década de 80, suas decisões de investimento foram profundamente alteradas e, como conseqüência, suas decisões de formação de preço passam a não mais refletir suas estratégias de composição do *funding* requerido pelas inversões planejadas. Diante da instabilidade macroeconômica do período, as empresas industriais foram obrigadas a cortar seus planos de investimentos, a buscar aumentar as receitas de exportações em seus resultados financeiros, a reduzir os níveis de estoques e, fundamentalmente, a ampliar seus *mark ups*, objetivando com isso preservar a rentabilidade diante da conjuntura diversa que se abateu sobre a economia em decorrência da crise da dívida dos países emergentes (ALMEIDA, 1994). Nessas circunstâncias, os lucros retidos, como decorrência da elevação dos níveis *mark ups*, poderiam ser destinados para a redução de dívidas que compunham seus passivos, para a aquisição de ativos financeiros de curto prazo ou para a remessa ao

⁸² Vale ressaltar que no custo implícito de alterar para cima os *mark ups* está relacionado à perda relativa do *market share* decorrente das conseqüentes reduções nas vendas esperadas frente à possibilidade de novos produtores entrarem no mercado e pelo efeito de substituição no consumo de produção doméstica por importados e pela redução da demanda, principalmente se o produto apresentar elasticidade-preço elevada.

exterior num contexto de elevado risco de desvalorização dos componentes mais líquidos de riqueza, dado o elevado nível de instabilidade (PEREIRA, 2000).

As empresas que carregavam elevados estoques de passivos em moeda local, dado o elevado risco de descasamento dos fluxos de receitas e despesas diante da escalada do processo inflacionário, foram impelidas a reduzir seus níveis de endividamento em moeda doméstica através da calibragem dos seus *mark ups*. Assim, a percepção empresarial do aumento do custo implícito de carregar estoques de passivos em um contexto de intensa instabilidade de preços, de elevada volatilidade das variáveis-chaves que orientam os cálculos capitalistas e de deterioração das condições de contratação de novos créditos e, sobretudo, de renovação dos créditos antigos como consequência do quadro de racionamento de recursos que se configurou a partir de então, determinou mecanismos de pressão para que as empresas efetuassem a dilatação dos níveis de *mark ups*. Isso implicou, segundo CARVALHO e PEREIRA (1998) e PEREIRA (1999, 2000), em um processo de flexibilização das margens e suas implicações positivas sobre a rentabilidade das grandes empresas industriais privadas, permitindo que elas gerassem os recursos requeridos para reduzir parte não desejada dos estoques de dívidas em moeda doméstica. Segundo os autores, isso fica evidenciado pela evolução do grau de endividamento da grande empresa privada ao diminuir a participação dos recursos de terceiros no *mix* de financiamento de suas atividades produtivas, de um patamar médio de 57% em 1980 para cerca de 40% em 1986 e, em 1991, para 37%.⁸³

A elevação das margens viabilizou resultados positivos às grandes empresas privadas em um contexto de instabilidade do produto industrial e de redução do nível de absorção interna, característico do início dos anos 80, preservando a rentabilidade, ou pelo menos não permitindo a queda da rentabilidade das grandes empresas. Nesse sentido, PEREIRA (2000, p. 117) afirma que:

“o ajuste nas margens permitiu amortecer a queda na rentabilidade, nos contextos de retração do produto industrial, entre 1980 e 1983, e permitiu que as firmas gerassem fundos internos requeridos para ajustar, ao longo do tempo, o perfil dos passivos retidos em contexto de risco financeiro crescente”.

A sustentação da rentabilidade decorreu do impacto da pressão altista dos *mark ups* sobre os resultados operacionais que, por sua vez, permitiram a geração de fundos internos às firmas, utilizados na redução dos seus níveis de endividamento durante a década de 80. Dessa forma, a elevação dos *mark ups* financiou parte do ajustamento da grande empresa. Isso é evidenciado, segundo ALMEIDA (1994), pela elevada correlação negativa entre os índices de *mark ups* industriais e o grau de alavancagem financeira entre o período de 1985 e 1998 (-0,72) e entre 1991 e 1998 (-0,81).

⁸³ A intensidade do ajuste patrimonial nesse período varia de setor para setor, pois depende, segundo os autores, da estabilidade relativa das receitas. Em setores onde as receitas operacionais são pouco sensíveis às flutuações cíclicas, a redução relativa do grau de endividamento desejado pode ser menor se comparado a setores onde as receitas apresentam maior amplitude de variação.

Ao longo dos anos 90, no contexto de abertura comercial e financeira e de queda no nível de atividade produtiva e industrial, tem-se uma tendência de aumento da participação dos recursos de terceiros na composição dos *mix* de financiamento das grandes firmas, que transita de um nível médio de 37% dos ativos financiados com recursos de terceiros em 1991, para um nível médio de 48,7% em 1998, num contexto de estabilização dos preços, de abertura econômica e câmbio apreciado. Segundo PEREIRA (2000), as razões da tendência crescente do grau de endividamento nos anos 90 devem ser buscadas na reinserção da economia aos fluxos de capitais internacionais voluntários. O novo cenário que se estabelece com a possibilidade para as empresas alavancarem recursos nos mercados financeiros internacionais faz alterar o custo dos recursos disponíveis às grandes empresas privadas possuidoras de escala suficiente para acessar esses recursos.⁸⁴ Nesse sentido, a trajetória dos fluxos de capitais, notadamente dos empréstimos em moeda estrangeira, indica que a tendência de elevação do grau de endividamento das grandes firmas nos anos 90 decorre dos esforços das mesmas tentarem sustentar sua rentabilidade através de operações de arbitragem financeira. Isso pode ser evidenciado pela relativa concentração das captações externas em títulos de prazos relativamente curtos, como será mais bem demonstrado nas próximas seções, indicando que a tendência de elevação da participação de recursos de terceiros no financiamento de ativos das firmas ao longo dos anos 90 está circunscrita num quadro de mudança da estrutura de financiamento do capital de giro e de forte elevação da arbitragem financeira comandada pelos agentes captadores de empréstimos externos.

Dessa forma, num quadro de redução dos níveis de proteção dos mercados domésticos com as aberturas comercial e financeira ocorridas nos anos 90, houve alteração na percepção das grandes empresas privadas quanto ao custo implícito de influir de forma mais acentuada no ritmo de geração de recursos internos através da calibragem dos *mark ups* e da política de formação de preços. A abertura comercial e financeira dos anos 90 resultou em impactos diretos sobre o poder de mercado das grandes firmas (firmas líderes de mercado) no que diz respeito à determinação dos *mark ups*, ao nível de rentabilidade e à determinação do nível de alavancagem por meio do acesso aos mercados monetário e financeiro internacionais. Dessa forma, as alterações na percepção dos custos de endividamento e a redução dos níveis de *mark ups* num contexto de economia aberta, estabilidade econômica e câmbio apreciado, implicaram em alterações no *mix* de financiamento utilizado pelas grandes firmas, resultando em elevação no grau de endividamento desejado, conforme destaca PEREIRA (2000, p. 122) ao afirmar que:

“O viés altista dos mark ups, verificados no contexto de alta inflação, economia protegida e racionamento de crédito externo (1981/89), foi combinado à intensa retração no uso de fundos de terceiros nos esquemas de financiamento das grandes

⁸⁴ Deve ser destacado que ao longo do período 1991-96 um número muito pequeno de empresas reunia condições de acessar os mercados financeiros internacionais objetivando levantar fundos para financiar suas posições ativas. Nesse sentido, segundo PEREIRA (1999, p. 128), apenas 74 grandes empresas industriais foram responsáveis por cerca de 50% dos recursos captados pelo setor industrial no período, destacando, sobretudo, as empresas estatais e as controladas por capitais forâneos que se constituíam nas principais emissões de papéis de primeira linha. Isso determina que os acessos aos recursos estrangeiros proporcionados pela abertura financeira, apesar de importante enquanto novas alternativas de fontes de financiamentos, tiveram poucos efeitos dinâmicos sobre os sobre o financiamento dos investimentos.

empresas. A sobreposição da reinserção financeira externa, abertura comercial e alta instabilidade (1990/93) impôs freios ao processo de ampliação defensiva das margens, sendo paralela à reversão da tendência de queda do grau de endividamento. A combinação da economia aberta, crédito externo abundante e estabilização com câmbio apreciado (1994/98) desativou os mecanismos de ampliação defensiva e criou uma forte pressão restritiva sobre os mark ups, materializando-se em uma tendência de queda desta variável. Esta compressão de margens foi paralela a um expressivo crescimento da alavancagem financeira das empresas industriais”.

Dessa forma, é fundamental que voltemos o foco da análise para a questão da abertura financeira ocorrida nos anos 90, como forma de tentar identificar a dinâmica da reinserção do Brasil no mercado financeiro internacional e os impactos dessa reinserção para o financiamento do investimento, objeto de análise deste trabalho, o que será realizado nas próximas seções.

As condições que as empresas brasileiras encontram para financiar investimentos ao longo da década de 90 implicam em alterações nas suas estruturas de financiamentos que, por sua vez, leva à pressões nos *mark ups* e à mudanças nas políticas de formação de preço, mas também sofrem alterações advindas das possibilidades de acesso aos mercados de capitais e de títulos no exterior e dos fluxos de capitais de investimentos em carteira de portfólio decorrentes do processo de abertura da economia brasileira durante a década de 90, o que será analisado a seguir.

3.2 Abertura financeira nos anos 90 e os determinantes dos fluxos de capitais.

A abertura financeira nos países centrais teve início no final dos anos 50 com os países membros da OCDE que pretendiam eliminar restrições impostas aos fluxos de capitais internacionais. Contudo, por decorrência da arquitetura financeira internacional estruturada em Bretton Woods, a maioria dos países mantinha amplos mecanismos de controles sobre os fluxos de capitais. O processo de abertura financeira intensificou-se no final dos anos 70 com a adoção de políticas liberalizantes e a desregulamentação dos mercados financeiros ocorridas principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra durante os governos de Reagan e Thatcher. Esse processo foi disseminado para os países em desenvolvimento enquanto estratégia de ação dos organismos multilaterais, como FMI e Banco Mundial, através de medidas impositivas de reformas liberalizantes em contrapartida à ajuda financeira concedida àqueles países em decorrência das crises da dívida externas vividas por eles nos anos 80.⁸⁵

⁸⁵ Apesar do consenso dentro do *mainstream* sobre os benefícios proporcionados pela liberalização financeira, existiam divergências quanto a sua implementação na prática. Alguns autores eram favoráveis a uma ordem sequencial de abertura, começando pela liberalização dos mercados financeiros domésticos, pela abertura comercial e, apenas na etapa final, a abertura financeira, sendo MCKINNON (1991) o principal expoente desta visão. Outros autores propunham a implementação simultânea das reformas dentro de um tratamento de choques como, por exemplo, SHAW (1973). As divergências quanto à implementação estavam relacionadas aos impactos que as reformas liberalizantes teriam sobre o câmbio e o ajuste fiscal dos governos (PRATES, 1997).

Os argumentos teóricos em defesa da abertura financeira nos países em desenvolvimento, de acordo com o *staff* dos organismos multilaterais e do *mainstream economics*, dão destaque à mobilidade dos fluxos internacionais de capitais e aos ganhos de eficiência deles decorrentes. Segundo PRATES (1997), a visão sobre a abertura financeira está relacionada a uma determinada interpretação da dinâmica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais. Dentre os principais argumentos da visão do *mainstream*, cujos pressupostos fundamentais são de que os agentes econômicos têm acesso a todas as informações relevantes (agem sob a hipótese das expectativas racionais) e os preços dos ativos refletem seus valores no longo prazo, podemos destacar:

- i) o aumento, em termos globais, da eficiência alocativa dos recursos financeiros entre investidores e poupadores. Como consequência desse fator, haveria uma tendência à homogeneização dos preços dos ativos reais e financeiros aos patamares praticados nos países desenvolvidos em decorrência da arbitragem de custos e rentabilidade;⁸⁶
- ii) a mobilização da poupança externa direcionada aos países em desenvolvimento, tendo em vista que, além da escassez de capitais, esses países também apresentam reduzidos níveis de rendas e, por conseguinte, de poupança e investimentos. Nesse sentido, a entrada líquida de capital complementar a poupança interna, elevando as taxas de investimentos e de crescimento em bases sustentáveis;
- iii) a possibilidade de os fluxos de capitais internacionais reduzirem a diferença intertemporal entre produção e consumo doméstico, além de auxiliar no financiamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos decorrentes de choques externos;
- iv) a mobilidade internacional de capitais permitiria a diversificação dos riscos dos investidores internacionais uma vez que a condição necessária para a diversificação é a ocorrência de fluxos brutos de capitais entre países;
- v) o incremento que resultaria nos sistemas financeiros dos países em desenvolvimento resultante da possibilidade de especialização na oferta de serviços financeiros e devido à maior concorrência entre as instituições financeiras domésticas e internacionais;
- vi) o aumento da credibilidade nas autoridades monetárias, tendo em vista a perda de autonomia da política econômica decorrente da abertura financeira, implicando em menor possibilidade das autoridades manejarem inadequadamente a política monetária e os menores graus de liberdade para a execução de política econômica.⁸⁷

⁸⁶ Essa tendência decorre da hipótese de que as taxas de retornos dos fatores produtivos em cada país estão relacionadas à disponibilidade relativa de cada fator. Assim, em países onde há abundância de capital, a remuneração marginal desse fator tende a ser menor em relação aos países que apresentam escassez de capital. Se não houver restrição aos fluxos livres de capitais internacionais, os mesmos migrariam de regiões onde são abundantes e apresentam baixa remuneração (geralmente nos países desenvolvidos) para regiões onde são escassos e, portanto, apresentam taxa de remuneração mais elevada (geralmente nos países em desenvolvimento).

⁸⁷ Em países onde há a vigência do regime de *currency board*, como adotada na Argentina com a implementação do Plano Cavallo, as autoridades monetárias não têm capacidade de manejar a oferta de moeda no sistema econômico. O aumento da oferta de meios de pagamentos está relacionado com o nível das reservas monetárias internacionais. Quando esta se expande, ocorre a expansão dos meios de pagamentos e a monetização da economia. O controle da liquidez na economia é realizado através do mecanismo da dívida pública, com impactos diretos sobre a taxa de juros doméstica ou sobre o déficit fiscal do governo.

Em suma, segundo essa visão, a abertura financeira traz vários benefícios para os países emergentes ao permitir o aumento da eficiência na alocação dos fatores produtivos, a absorção da poupança externa – o que repercute em possibilidades de ampliar os níveis de investimento produtivo das empresas domésticas – e, por conseguinte, de crescimento da economia, a dinamização da intermediação financeira nos mercados domésticos e a diversificação dos riscos.

Dessa perspectiva teórica, os fluxos de capitais para os países emergentes são determinados como os fundamentos macroeconômicos garantidores da estabilidade da economia, pelo diferencial de juros entre os países e paridade descoberta da taxa de juros.⁸⁸ Nesse sentido, as reformas liberalizantes são entendidas como de suma importância para a construção da estabilidade financeira e monetária, sem a qual os fluxos de capitais não seriam efetivados. Assim, existe relação direta entre reformas liberalizantes, estabilidade macroeconômica e fluxos de capitais para os países emergentes. As reformas dão sustentação à estabilidade macroeconômica que, por sua vez, viabiliza os fluxos de recursos externos. A adoção de políticas econômicas adequadas, que garantam a estabilidade do câmbio e dos juros domésticos, são pré-condições para que ocorra a reinserção dos países emergentes nos fluxos financeiros internacionais e, finalmente, os fluxos de capitais internacionais proporcionam financiamentos aos desequilíbrios nas contas externas e garantem um nível de poupança para o financiamento do investimento, criando assim um círculo virtuoso que possibilita o crescimento e o desenvolvimento em bases mais sustentáveis.

Segundo AKYÜZ (1992), a discussão sobre as seqüências ideais de reformas liberalizantes que os países emergentes deveriam implementar como pré-condição para a reinserção nos fluxos de capitais internacionais de maneira estável, levou a avanços nas discussões teóricas dentro do próprio *mainstream*; entretanto, de acordo com PRATES (1997), o que deve ser questionado naquela interpretação é a hipótese subjacente de que o mercado financeiro internacional é eficiente,⁸⁹ hipótese sobre a qual se apóiam todas as análises de comportamento deste mercado e as recomendações de políticas econômicas sugeridas pelo *staff* dos organismos internacionais.

Segundo a visão alternativa, de inspiração keynesiana e capitaneada por autores como CHESNAIS (1996) e AGLIETTA (2004), as transformações financeiras ocorridas durante a década de 80 implicaram em mudanças na dinâmica dos recentes fluxos

⁸⁸ Em regime de câmbio plenamente flutuante, e de perfeita mobilidade de capitais, os rendimentos dos ativos domésticos e estrangeiros deveriam ser iguais, sem efeitos sobre a arbitragem. Entretanto, como há fatores que afetam a arbitragem, tais como custo de transações, existência de controles sobre os fluxos de capitais, risco *default*, legislação discriminatória em relação às origens dos capitais, risco cambial, entre outros, adota-se a condição da paridade descoberta da taxa de juros em que a taxa de juros doméstica (i^d) equivale à taxa de juros estrangeira (i^*) mais a desvalorização esperada da moeda nacional dada por $(e_{t+1}^e - e_t)/e_t$. Desse modo, os juros domésticos são definidos como $i^d = (i^*) + \{(e_{t+1}^e - e_t)/e_t\}$, em que e_{t+1}^e é a expectativa do câmbio futuro.

⁸⁹ Hipótese segundo a qual, com a liberalização dos mercados financeiros domésticos, ante a escassez de capital e a resultante elevação do preços desse fator, e dado que os agentes que atuam nos mercados financeiros são racionais e têm conhecimento de todas as informações relevantes, os recursos disponíveis nos mercados financeiros internacionais tenderiam a se deslocar automaticamente para os países emergentes até que ocorresse a homogeneização dos principais preços como taxa de juros e câmbio entre o mercado local e o internacional.

internacionais de capitais que passaram a ser guiados, sobretudo, pela lógica especulativa. Como destaca PRATES (1997, p. 43),

“a maior parte dos fluxos recentes constitui investimentos de portfólio – compra e venda de ações e títulos de renda fixa, além das fronteiras – que são movidos por ganhos de curto prazo e não por oportunidades de investimentos produtivos e consideração de longo prazo. O comportamento especulativo inerente a esses fluxos desestabiliza os mercados financeiros e de divisas e conduz a intensas oscilações dos preços dos ativos e do câmbio que, por sua vez, podem provocar reversões súbitas dos fluxos” (grifos nossos).

De acordo com essa visão, o contexto em que os investidores internacionais tomam suas decisões de alocação da carteira de portfólio é caracterizado por instabilidade financeira, incerteza e assimetria de informação, em que o poder e as opiniões são divergentes, o mimetismo dos agentes é um comportamento racional e as informações relevantes sobre os fundamentos da economia, principalmente dos países emergentes, não estão disponíveis de forma homogênea para todos os participantes do mercado; contexto este bastante diferente daquele postulado pela visão do *mainstream*. Para essa corrente de analistas, os fluxos financeiros destinados aos países periféricos, em geral, e aos países emergentes latino-americanos, em particular, durante a década de 90, tiveram como principais determinantes a dinâmica financeira internacional, caracterizada pela abertura dos mercados financeiros domésticos, pela globalização dos mercados financeiros, pelo surgimento de novos instrumentos financeiros e pelo aparecimento dos grandes investidores institucionais o que, associado à etapa recessiva do ciclo econômico nos países centrais, sobretudo Estados Unidos, Inglaterra e Alemanha que passaram a adotar políticas econômicas e monetárias mais frouxas com implicações em termos da conseqüente queda das taxas internas de juros, acabou impondo aos investidores institucionais a necessidade de buscar oportunidades de lucros em mercados financeiros dos países periféricos.

Os investidores nos mercados financeiros internacionais são geralmente fundos mútuos e de pensões, seguradoras, grandes bancos e a tesouraria das grandes empresas que, em condições de grandes incertezas, formulam estratégias de alocação dos recursos que administram baseadas em “avaliações convencionadas” sobre o comportamento dos preços dos ativos, atuando como agentes formadores de convenções, as quais são mimetizadas pelos investidores de menor porte e com menos informações.⁹⁰ Dessa forma, como destacam AGLIETTA (1995) e BELLUZZO e COUTINHO (1996), os mercados financeiros internacionais não são eficientes, como propunha a visão do *mainstream*, tendo em vista a possibilidade de estratégias especulativas formuladas com base em assimetrias de informações e poder de manipulação.

O que é necessário destacar aqui, para efeito da hipótese aventada no presente trabalho sobre o financiamento dos investimentos das empresas brasileiras ao longo do

⁹⁰ Esse fator, segundo AGLIETTA (2004) e BELLUZZO e COUTINHO (1996), proporciona condições para a formação de bolhas especulativas que levam ao colapso de preços dos ativos e à instabilidade dos mercados financeiros das economias emergentes.

período pós-abertura financeira e comercial ocorrida a partir do início dos anos 90, é que a lógica dos fluxos de capitais especulativos internacionais, sobretudo os fluxos de investimentos em carteiras de portfólios, pouco ou nada tem a ver com o crescimento econômico das regiões para onde eles se destinaram. O seu objetivo imediato e principal era sua valorização enquanto riqueza financeira com elevada liquidez, não enquanto fator que proporcionaria condições adequadas para as empresas das regiões emergentes financiarem seus investimentos em bases mais sólidas, ou para garantir sustentabilidade do crescimento e do desenvolvimento dos países periféricos. A evidência disso é o grande afluxo de recursos estrangeiros que adentraram na economia brasileira durante a década de 90, sem que houvesse em contrapartida um surto de investimento que pudesse justificá-lo, o que é mostrado pelo inexpressivo desempenho da economia brasileira em termos do crescimento real do PIB e pelo reduzido nível do indicador dado pela relação entre a formação bruta de capital fixo e o PIB (FBCF/PIB) ao longo da década de 90, conforme pode ser visto através da tabela 3.1 abaixo. O foco da análise, portanto, recai sobre o período dos anos 90 tendo em vista as mudanças ocorridas na economia brasileira ao longo desses anos e suas implicações em termos da conjuntura vivenciada pelas empresas brasileiras nesse período.

Tabela 3.1 – Brasil: Variação real anual do PIB e Formação bruta de capital fixo em relação ao PIB – 1990/2000 (%).

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Taxa cresc. real do PIB	-4,30	1,03	-0,54	4,92	5,85	4,22	2,66	3,27	0,13	0,79	4,36
FBCF/PIB	18,3	18,1	18,4	19,3	20,7	20,5	19,3	19,9	19,9	18,9	19,3

Fonte: IBGE – Sistema de Contas Nacionais (disponível em www.ibge.gov.br).

No que toca ao tema central deste trabalho, que é a questão das fontes de financiamento para os investimentos realizados pelas empresas brasileiras, pode-se dizer que a abertura financeira, apesar de proporcionar novas alternativas de captação de recursos para as mesmas, não proporcionou a consolidação de um canal eficiente e permanente de recursos para o financiamento do investimento, dada a lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais e o caráter especulativo e curto prazista desses recursos, como podemos perceber em PRATES (1997), ao afirmar que a questão central para a determinação dos fluxos de capitais para os países emergentes não está na seqüência adequada de reformas liberalizantes, como propunham os analistas do *mainstream*, mas na própria lógica atual de funcionamento do mercado financeiro internacional e nas características dos fluxos recentes de capitais que são orientados, essencialmente, pela busca de ganhos financeiros de curto prazo, e não por oportunidades de investimentos produtivos ou pelos fundamentos macroeconômicos daqueles países.

Diante disso, podemos afirmar que as empresas brasileiras, ao levarem em conta suas decisões de investimentos, apresentam restrições quanto às possibilidades de encontrar fontes que atendam às suas necessidade de financiamento, devendo apoiar-se sobretudo nos recursos internos (lucros acumulados e não distribuídos) que constituem fontes mais estáveis e duradouras. A lógica do capital especulativo, investido em carteiras

de ações e títulos das empresas produtivas dos países emergentes, não proporciona segurança financeira às empresas, visto que esses capitais não são comprometidos com a produção e a estrutura produtiva das empresas daqueles países, pois apenas buscam mecanismos de se reproduzirem apenas dentro da esfera financeira ante as possibilidades de ganhos proporcionados pelos preços reduzidos dos títulos emitidos e negociados nas bolsas de valores dos países emergentes. Nesse sentido, PRATES (1997, p. 58) afirma que:

“Com o crescimento dos investidores institucionais globais, os fluxos de capitais para os mercados emergentes tornaram-se guiados por considerações de liquidez e performance [e que] as modalidades de interpenetração entre indústria e finanças caracterizam-se pela detenção de pacotes de ações pelas instituições financeiras, particularmente pelos fundos de pensões, com objetivo de auferir rendimentos financeiros elevados e com liquidez a curto prazo”.

Além dessa questão central relacionada à lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais e ao caráter especulativo dos fluxos de capitais destinados aos países emergentes, o que resulta em dificuldades para as empresas considerarem como fontes sólidas e permanentes nos requerimentos dos recursos destinados ao financiamento de seus investimentos, outro aspecto deve ser mencionado relacionado à possibilidade, até então negligenciada pelos analistas, de reversão abrupta desses fluxos. Se os fluxos de entrada de capitais proporcionam às empresas condições para alavancarem seus investimentos produtivos, o refluxo implica em dificuldades ainda maiores no que diz respeito às possibilidades de continuar financiando investimentos via captação de recursos externos. A volatilidade dos fluxos de recursos, ou seja, a sua não sustentação por período relativamente amplo, traz dificuldades para o mecanismo de financiamento do investimento para as empresas.

A não sustentabilidade dos fluxos, dada a sua enorme volatilidade ou a sua possibilidade de reversão dos fluxos de investimentos estrangeiros, determina que as empresas que captam recursos externos passem a ter queda nos preços dos papéis emitidos, uma característica do processo cíclico de inflação e deflação dos preços dos ativos que se abate sobre o mercado de capital de qualquer país emergente que porventura sofra ataque especulativo ou reversão das expectativas dos investidores internacionais. Com a deflação dos preços dos ativos, as empresas passarão a ter maiores dificuldades em manter os níveis de investimentos planejados, dificuldades estas que passarão a ser registradas em seus balanços patrimoniais e nos resultados financeiros. Isso decorre do fato de que a reversão dos fluxos de capitais geralmente está associada a alterações nos preços-chaves (taxas de câmbio e juros internos) que são importantes fatores de referências para os cálculos capitalistas.⁹¹ Uma maior incerteza quanto aos preços-chaves praticados em uma economia emergente implica em alterações nos níveis de *mark ups* desejados das empresas, com reflexos sobre os preços internos e os níveis de rentabilidade (PRATES, 1997). Isso se torna evidente, pois à medida que os preços dos

⁹¹ Também decorre do fato de que as decisões dos investidores internacionais em relação à composição de sua carteira de portfólio, sobretudo os investidores institucionais, seguem critérios de risco e retorno. À medida que ocorre queda da rentabilidade dos títulos emitidos pelas empresas dos países emergentes em decorrência da descapitalização dos seus títulos, os investidores estrangeiros recorrem a alteração na composição da carteira procurando manter sua rentabilidade ou efetuando *swaps* como forma de redução do risco.

ativos emitidos pelas empresas dos países emergentes caem por conta do processo de reversão dos fluxos de capitais, elas deverão elevar sua rentabilidade como forma de garantir recursos para os investimentos planejados inadiáveis, e também como forma de influenciar as demandas por seus títulos nos mercados secundários através possibilidade de realizar maior distribuição de lucros e dividendos objetivando influir sobre a demanda e, por conseguinte, sobre os preços dos seus papéis de rendas variáveis emitidos.

Como os agentes emissores de títulos no mercado financeiro internacional são empresas de grande porte, geralmente empresas líderes do setor, elas são formadoras de preços (*price makers*), sendo que o comportamento dos seus *mark ups* “é afetado pela volatilidade da taxa de câmbio, pois os agentes passam a fazer ajustes preventivos para compensar o risco cambial” (PRATES, 1997, p. 71).

Isso, associado ao fato de que a grande parte dos papéis de renda fixa emitidos por empresas latino-americanas (e brasileiras) nos mercados financeiros internacionais são geralmente de prazo médios menores que seus similares emitidos por empresas dos países centrais, determinam que esses recursos, dados seus prazos, podem ser retirados em períodos muito curtos diante de ameaças, profetizáveis ou não, de crise financeira ou de desvalorização cambial. Nesse sentido, “grande parte do estoque [de recursos externos] pode ser retirado em prazo muito curto através da venda e/ou não renovação dos títulos diante de ameaça de crise do balanço de pagamento ou de desvalorização cambial” (PRATES, 1997, p. 86). A volatilidade dos capitais estrangeiros pode ser vista através do comportamento dos vários fluxos de capitais evidenciado na tabela 3.2 a seguir.

Diante de riscos cambiais e da possibilidade de retiradas rápidas dos recursos externos aplicados em carteiras de portfólios nos mercados emergentes, e em função dos reduzidos prazos de aplicação desses recursos, mesmo daqueles mais intrinsecamente relacionados com as atividades produtivas, podemos dizer que a captação de recursos nos mercados financeiros internacionais não constitui fontes perenes e seguras de financiamento dos investimentos, apresentando elevada volatilidade determinada por fatores exógenos e completamente distintos dos determinantes das decisões empresariais de investir. A partir desse argumento podemos estabelecer como hipótese que as fontes perenes e seguras que as empresas utilizam para financiar os investimentos são os recursos acumulados internamente, como destacado no capítulo 2, decorrentes dos ajustes dos *mark ups* de forma a garantir uma rentabilidade sobre seus ativos que permita assegurar a continuidade do financiamento dos investimentos planejados em momentos de reversão dos fluxos de capitais externos.

Tabela 3.2 – Brasil: Conta de Capital e Financeira – 1989/2006 (US\$ milhões).

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Conta Capital e Financeira	4592	163	9.947	10.495	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.523	-9.464	16.327
Conta capital ^{1/}	1	0	37	83	174	352	454	393	320	338	273	-36	433	498	372	663	869
Conta financeira	4591	163	9.910	10.412	8.518	28.744	33.514	25.408	29.381	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	-7.895	-10.127	15.458
Investimento direto	364	87	1.924	799	1.460	3.309	11.261	17.877	26.002	26.888	30.498	24.715	14.108	9.894	8.339	12.550	-9.420
Investimento brasileiro direto	-625	-1.015	-137	-492	-690	-1.096	469	-1.116	-2.854	-1.690	-2.282	2.258	-2.482	-249	-9.807	-2.517	-28.202
Participação no capital	-625	-1.015	-137	-492	-690	-1.096	469	-1.116	-2.854	-1.110	-1.755	1.752	-2.402	-62	-6.640	-2.695	-23.413
Empréstimo intercompanhia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-580	-527	505	-81	-187	-3.167	178	-4.789
Investimento estrangeiro direto	989	1.102	2.061	1.291	2.150	4.405	10.792	18.993	28.856	28.578	32.779	22.457	16.590	10.144	18.146	15.066	18.782
Participação no capital	901	972	1.580	713	1.972	4.239	9.893	16.817	25.479	29.983	30.016	18.765	17.118	9.320	18.570	15.045	15.373
Empréstimo intercompanhia	88	130	481	578	178	166	898	2.176	3.377	-1.405	2.763	3.692	-528	823	-424	21	3.409
Investimentos em carteira	472	3.808	14.465	12.325	50.642	9.217	21.619	12.616	18.125	3.802	6.955	77	-5.119	5.308	-4.750	4.885	9.573
Investimento brasil. em carteira	-107	0	0	-605	-3.405	-1.155	-403	1.708	-457	259	-1.696	-795	-321	179	-755	-1.771	523
Ações de comp. estrangeiras	-107	0	0	-602	-347	-244	-270	-361	20	-864	-1.953	-1.121	-389	-258	-121	-831	-915
Títulos de renda fixa	0	0	0	-3	-3.058	-912	-132	2.069	-477	1.123	258	326	67	437	-633	-940	1.438
Investimento estrang. em carteira	579	3.808	14.466	12.929	54.047	10.372	22.022	10.908	18.582	3.542	8.651	872	-4.797	5.129	-3.996	6.655	9.051
Ações de comp. brasileiras	104	578	1.704	6.651	7.280	3.243	6.145	6.871	995	2.572	3.076	2.481	1.981	2.973	2.081	6.451	7.716
Títulos de renda fixa	475	3.230	12.762	6.279	46.767	7.129	15.876	4.037	17.587	971	5.575	-1.609	-6.778	2.156	-6.076	204	1.335
Derivativos	2	3	3	5	-27	17	-38	-253	-460	-88	-197	-471	-356	-151	-677	-40	383
Ativos	2	3	3	7	4	280	99	164	257	642	386	567	933	683	467	508	482
Passivos	0	0	0	-1	-31	-263	-138	-416	-717	-730	-583	-1.038	-1.289	-834	-1.145	-548	-99
Outros investimentos	3753	-3.735	-6.482	-2.717	-43.557	16.200	673	-4.833	-14.285	-13.620	-18.202	2.767	-1.062	-10.438	-10.806	-27.521	14.922
Outros investimentos brasileiros	-2055	-3.250	29	-5.404	-13.010	-1.819	-10.316	-1.987	-11.392	-4.397	-2.989	-6.585	-3.211	-9.752	-2.085	-5.035	-8.898
Outros investim estrangeiros	5808	-486	-6.510	2.688	-30.547	18.019	10.989	-2.846	-2.893	-9.223	-15.213	9.353	2.150	-686	-8.721	-22.486	23.820

Fonte: Banco Central do Brasil (Disponível em www.bcb.gov.br).

1/ Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

O acima exposto é corroborado pelo fato de que a grande maioria dos títulos de renda fixa emitidos nos mercados financeiros externos, para terem maior aceitabilidade pelo público demandante nestes mercados e para que tenham maior liquidez, são emitidos com cláusulas *put option*. Esta cláusula estabelece que os títulos de renda fixa podem ser renegociados por seus proprietários nos mercados secundários. Ao garantir maior liquidez para os títulos de renda fixa emitidos pelas empresas dos países emergentes e, por conseguinte, empresas brasileiras que optaram por captar recursos nos mercados financeiros internacionais, o que é uma exigência de contrapartida dos investidores internacionais para manterem em suas carteiras de portfólios posições de empresas de países emergentes, as cláusulas de *put options* evidenciam que as condições dos financiamentos externos encontradas pelas empresas brasileiras nos mercados financeiros internacionais são muito diferentes das condições relativas às suas similares nos países centrais. A possibilidade de esses títulos serem negociados nos mercados secundários faz com que os mesmos tenham elevada liquidez e, com isso, passem a ser mais facilmente reconvertidos em momentos de instabilidade financeira.

Por outro lado, a entrada de investidores estrangeiros nas bolsas de valores brasileiras também pode resultar em flutuações excessivas nos preços das ações das empresas de países emergentes, como o Brasil, tendo em vista que esses mercados são geralmente mais voláteis em função de sua menor dimensão, da maior concentração do mercado em papéis de poucas empresas e da escassez de ações de boa qualidade. Assim, em função da diferença relativa entre a quantidade de recursos provenientes dos fluxos de capitais internacionais destinados à aplicações nas bolsas de valores e o tamanho do mercado acionário nos países emergentes, os preços das ações das empresas domésticas nas bolsas de valores nacionais registram elevada volatilidade, além de alternâncias periódicas e com maior frequência entre ciclos de inflação e deflação em seus preços, impondo novas dificuldades às empresas no que se refere à constituição de uma fonte externa segura e perene de recursos para o financiamento de seus investimentos. Nesse sentido, “os investidores estrangeiros com aplicações em renda variável podem abandonar rapidamente o país, exercendo pressões sobre a taxa de câmbio e queda nos preços das ações nas bolsas” (PRATES, 1997, p. 87).

Diante do acima exposto podemos afirmar que, dadas as características dos mercados de títulos de renda fixa e variável nos países emergentes e dadas as características dos investidores estrangeiros institucionais, que se pautam, sobretudo, por critérios de risco e retorno ao definirem a composição de suas carteiras de portfólio com participações de títulos e ações de empresas dos países emergentes, estas encontram dificuldades em estruturar fontes de financiamento com recursos estrangeiros de forma segura e estável que garanta a continuidade perene de fundos não voláteis para os seus investimentos planejados. Os horizontes temporais referentes às decisões de investir das empresas dos países emergentes, inclusive as brasileiras, são significativamente maiores que os horizontes temporais das alterações dos preços dos valores mobiliários emitidos por essas empresas e negociados em bolsas de valores e no mercado secundário de títulos. A volatilidade das fontes estrangeiras de financiamento, levantadas via captação de recursos nos mercados financeiros externos, torna-se ainda maior que as volatilidades das

decisões de investir, implicando em dificuldades quanto à manutenção das fontes de financiamento. Dessa forma, as empresas brasileiras, assim como de resto as empresas dos países emergentes, passam a ter dificuldades maiores para garantir a continuidade dos investimentos planejados *vis-à-vis* suas correlatas nos países centrais. Isso pode ser evidenciado através da análise da variância, do desvio-padrão e do coeficiente de variação dado pela relação desvio-padrão e média dos fluxos dos investimentos estrangeiros em carteira de portfólio para a economia brasileira durante o período de 1989 a 2006, conforme a tabela 3.3 e gráficos 3.1 e 3.2 abaixo relacionados.

Fica evidente, portanto, que os investimentos de portfólio, tanto em carteira de ações quanto em de títulos de rendas fixas, apresentam elevada variância e desvio-padrão em torno de suas médias. Também é possível perceber que os investimentos de portfólios em carteiras de títulos de rendas fixas apresentam variâncias e desvios-padrões sensivelmente maiores que os investimentos em carteiras de ações, destacando que os fluxos externos, captados pelas empresas dos países emergentes através de valores mobiliários e ações, não constituem fonte perene, segura e contínua, de recursos com a qual as empresas possam financiar seus investimentos, como pode ser visto através dos gráficos indicados abaixo.

Tabela 3.3 – Médias, variâncias, desvios-padrões e coeficientes de variação dos fluxos de investimentos estrangeiros em carteira de portfólio no período de 1989-2006.

Discriminação	Média	Variância	Desv-padr.	Coef var.* (%)
Conta Capital e Financeira	12735	167243741,5	12932,3	101,5
A. Conta capital **	290	62879,6	250,8	86,5
B. Conta financeira	12445	166972353,5	12921,8	103,8
B1. Investimento direto	10070	128924098,7	11354,5	112,8
Investimento brasileiro direto	-2947	45539220,7	6748,3	-229,0
Investimento estrangeiro direto	13017	116226712,6	10780,8	82,8
B2. Investimentos em carteira	9089	161708136,1	12716,4	139,9
Investimento brasil. em carteira	-491	1173397,1	1083,2	-220,8
Ações de comp. estrangeiras	-466	260235,9	510,1	-109,4
Títulos de renda fixa	-24	1157341,8	1075,8	-4.432,2
Investimento estrang. em carteira	9579	176304101,1	13277,9	138,6
Ações de companhias brasileiras	3491	6942998,1	2634,9	75,5
Títulos de renda fixa	6088	146206578,4	12091,6	198,6
B3. Derivativos	-130	58688,6	242,3	-185,9
Ativos	305	84520,3	290,7	95,4
Passivos	-435	193883,8	440,3	-101,2
B4. Outros investimentos	-6583	200967264,0	14176,3	-215,3

Fonte: Banco Central do Brasil (disponível em www.bcb.gov.br)

Notas: * Coeficiente de variação dado pela razão entre a média e o desvio-padrão. Mostra, em termos percentuais, o quanto a média varia em relação ao desvio-padrão.

** Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

Gráfico 3.1 - Investimentos estrangeiros em carteira de portfólio - 1989-2006

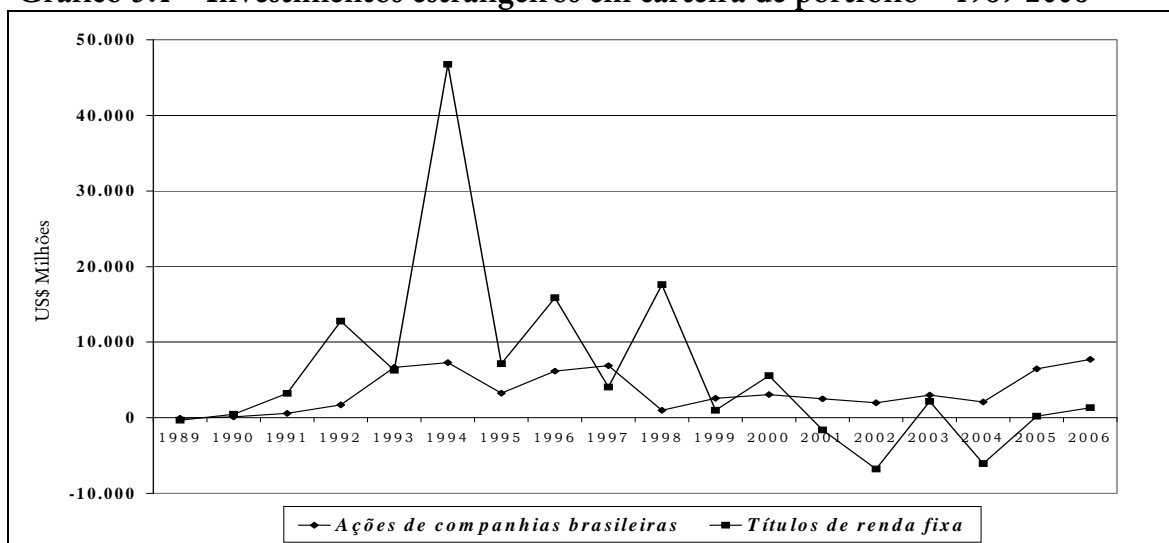
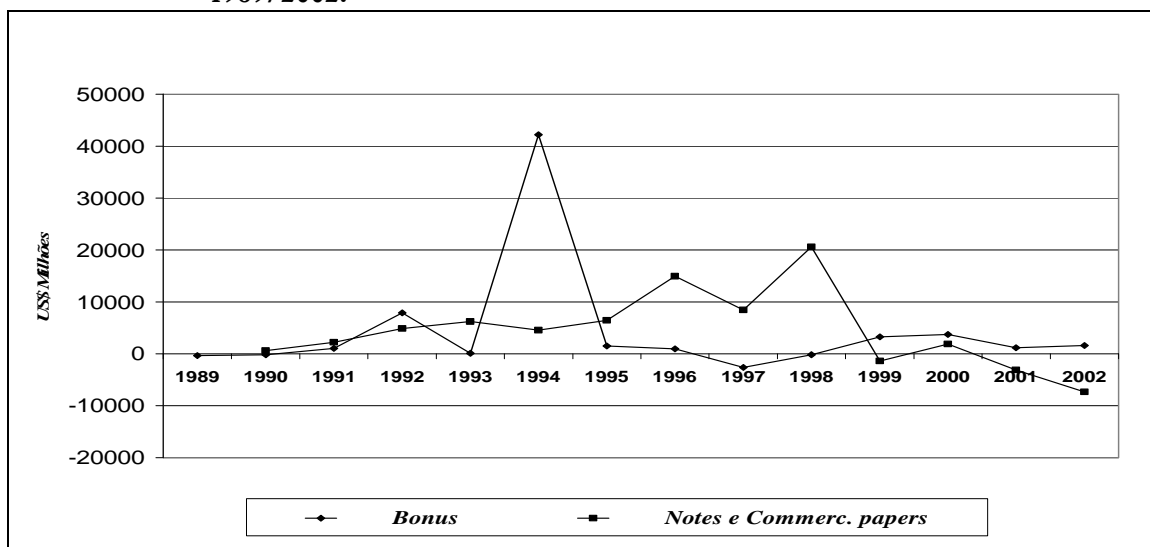


Gráfico 3.2 - Captação de recursos externos através de emissão de títulos de dívida direta - 1989/2002.



Pelos gráficos podemos perceber que os fluxos de investimentos estrangeiros em portfólio, através de títulos de renda fixa, tiveram um comportamento mais volátil que os fluxos relativos destinados à aquisição de ações como era de se esperar, tendo em vista os prazos associados aos mesmos. Enquanto que o coeficiente de variação dos volumes de recursos estrangeiros investidos na categoria de título de renda fixa foi de 163,2%, para os investimentos estrangeiros na categoria de ações este mesmo índice foi de 83,1%. Os fluxos de investimentos em renda fixa são mais sensíveis à mudanças de política econômica e ao quadro do comportamento do setor externo da economia nacional do que os fluxos destinados à aquisição de ações. Além disso, eles também refletem o comportamento dos mercados financeiros dos países desenvolvido e seus níveis de rendimentos. Como houve uma tendência de queda acentuada nos juros internos das

principais economias desenvolvidas nos anos 90, esses capitais passaram a apresentar comportamento de buscar novos mercados e espaços econômicos para se valorizarem. A estabilidade econômica, assinalada pelas medidas preparatórias do Plano Real, associada aos baixos níveis de rentabilidades dos capitais especulativos nas principais praças financeiras internacionais e a conjuntura econômica nacional altamente instável que se conformou devido à restrição financeira externa brasileira e devido às crises financeiras de repercussão internacional ao longo da segunda metade dos anos 90, explicam o comportamento volátil dos fluxos de investimentos financeiros mostrado no gráfico.

Como pode ser observado, os investimentos estrangeiros em carteiras de títulos de renda fixa apresentou comportamento distinto dos investimentos em carteira ações. Além de apresentar um comportamento mais volátil, destaca-se o significativo volume ocorrido em 1994. Os investimentos em carteiras de ações, por sua vez, apresentaram maior regularidade; entretanto, os níveis de captação desses recursos ainda se mostram muito baixos ao longo do período. O gráfico acima sugere que o comportamento dos fluxos de investimentos em títulos de renda fixa depende muito mais de fatores conjunturais postos pela política econômica do que meramente de planos de investimentos das empresas, apesar das possíveis ligações que possa haver entre investimento e conjuntura econômica. Assim, o grande fluxo em 1994 pode ser explicado pelos efeitos decorrentes da adoção do Plano Real. A eminência de crise financeira em 1998 implicou em uma tendência declinante deste fluxo, tornando o negativo em 1999. Outro fator que explica o comportamento dos fluxos de capitais que adentraram no país ao longo da década de 90 é o baixo nível dos preços dos títulos de valores mobiliários negociados nas bolsas de valores domésticas que proporcionaram elevados rendimentos para os fundos de investimentos estrangeiros. Uma vez esgotados esta fonte de rendimentos, os recursos provenientes destes fundos não manteriam seu ritmo de entrada.

Dentre os tipos de investimentos estrangeiros em portfólio cabe destacar os títulos de rendas fixas negociados no exterior como, por exemplo, os *bonnus*, *notes* e *commercial papers*. Os *bonnus* seguiram comportamento semelhante ao apresentado pelos fluxos de títulos de renda fixa, com pico de captação indicado para o ano de 1994. A captação de recursos externos através do lançamento de *notes* e *comercial papers* manteve leve tendência de aumento até o ano de 1998 quando, em decorrência do aumento da restrição externa brasileira, que delineava a eminência de um processo de desvalorização cambial, e da piora das condições de captação de recursos externos pela contração do mercado financeiro internacional diante das crises financeiras ocorridas na Ásia e na Rússia, estas fontes de recursos para as empresas brasileiras passaram a ser mais limitadas, como pode ser visto no gráfico acima indicado.

As condições de financiamento com recursos estrangeiros não pode ser explicada apenas através da abertura econômica brasileira e dos determinantes dos fluxos de capitais para o país, mas também em função dos impactos que esses fluxos causaram sobre a estrutura de financiamento das empresas brasileiras, o que será objeto de análise da próxima seção.

3.3 Impactos dos fluxos de capitais estrangeiros sobre a estrutura de financiamento das empresas brasileiras.

Conforme demonstrado anteriormente, a composição dos fluxos de capitais para a economia brasileira, após a abertura financeira nos anos noventa, teve impacto significativo sobre a estrutura de financiamento das empresas brasileiras tendo em vista as alterações provocadas por eles sobre o sistema financeiro doméstico, com importantes conseqüências sobre os mecanismos de financiamento do investimento das empresas.

A composição dos fluxos de capitais estrangeiros para a economia brasileira sofreu mudanças significativas ao longo da década de 90, conforme pode ser constatado na tabela 3.4 abaixo.

Tabela 3.4 – Movimentos líquidos de capitais por modalidades de captação –1992/2000.
(US\$ milhões).

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Empréstimo de CP	6.623	6.012	3.803	1.495	6.117	(3.577)	7.931	245	1.551
Empréstimos de LP*	5.280	5.288	3.534	8.382	13.473	4.499	33.375	(4.856)	7.803
Portfólio	1.704	6.650	7.280	2.294	6.040	5.300	(1.851)	1.350	2.537
IED	1.156	374	1.738	3.615	9.124	16.219	28.840	29.987	30.613
Total	14.763	18.324	16.355	15.786	34.754	22.441	68.295	26.726	42.505

Fontes: Banco Central do Brasil – Boletim mensal, apud CARNEIRO (2002).

Nota: * Linhas de créditos de curto prazo mais obrigações de bancos comerciais.

É amplamente reconhecida a diferença entre os fluxos de portfólio em termos de liquidez resultantes da colocação de títulos no mercado internacional de capitais (dívidas securitizadas) e as aplicações em bolsas de valores nacionais ou no mercado de renda fixa local, assim como também é evidente a diferença em termos de liquidez entre os fluxos de portfólios e os recursos ingressantes no país através de investimentos externos diretos.⁹² As aplicações nas bolsas de valores e nos mercados de renda fixa apresentam liquidez maior *vis-à-vis* os títulos negociados nos mercados financeiros internacionais, dado a maior volatilidade daqueles em função de poderem ser resgatados a qualquer momento, ao contrário dos títulos emitidos no exterior,⁹³ não obstante o fato da própria volatilidade dessa fonte implicar em dificuldades para o financiamento do investimento das empresas dos países emergentes, conforme visto na seção anterior.

Conforme pode ser visto, a principal forma de captação de recursos estrangeiros, entre os anos de 1991 e 1999, deu-se por meio do endividamento securitizado (*commercial*

⁹² Segundo PRATES (1997) e GONÇALVES (1999), essas diferenças em termos de liquidez em relação às modalidades de fluxos de capitais externos para as economias emergentes é um dos determinantes do grau de vulnerabilidade externa, tendo em vista que quanto maior a liquidez dos fluxos, mais suscetíveis são as economias dos países emergentes às reversões dos fluxos de capitais.

⁹³ Mesmo considerando que muitas emissões, senão a maioria delas, incorporam cláusulas *put option*, ainda assim a liquidez dos títulos emitidos nos mercados internacionais (dívidas securitizadas) é menor que a liquidez dos valores aplicados nos mercados de ações e de títulos de renda fixa.

papers, bonus e notes) emitido pelas empresas brasileiras. Em 1993 essa fonte de captação de recursos perde importância para a captação através dos investimentos estrangeiros em portfólio. O aumento significativo dos ingressos de capitais via investimentos em portfólio no período de 1993-1994 é explicado pelas elevadas taxas de juros praticadas no mercado financeiro doméstico e pelas oportunidades de ganhos de capital nas bolsas de valores, dados o baixo valor das ações das empresas brasileiras listadas nas bolsas e as expectativas de valorização das ações em decorrência do programa de privatização.

No período de 1995-1996 ocorrem alterações significativas na composição dos fluxos de capitais externos, o que implicou em melhoras em termos do grau de vulnerabilidade, quanto ao perfil dos fluxos, segundo PRATES (1997), com o aumento da participação relativa dos fluxos provenientes dos empréstimos securitizados e dos investimentos estrangeiros diretos, simultaneamente à menor dinâmica de expansão dos investimentos em portfólio, tendo em vista as medidas restritivas, como a aplicação do IOF sobre essas aplicações e a ampliação dos prazos mínimos de permanência no país instituídas no ano de 1994 objetivando a redução dos fluxos de curto prazo, mas, sobretudo, em consequência da crise mexicana ocorrida no final de 1994 e início de 1995 que causou profundas mudanças nos mercados financeiros internacionais. A partir de 1997 dinamiza-se o programa de privatização das empresas estatais e, com isso, o investimento externo direto torna-se a principal fonte de captação de recursos estrangeiros.⁹⁴

Diante desse panorama geral sobre as mudanças ocorridas na composição dos fluxos de capitais para a economia brasileira ao longo dos anos 90, é fundamental destacar as alterações na dinâmica do processo de financiamento em termos dos seus impactos sobre o sistema financeiro doméstico, sobretudo aquelas mudanças ocorridas nos mercados de crédito e acionário que tiveram repercussões sobre o mecanismo de financiamento das empresas brasileiras.

Segundo PRATES (1997), a composição dos fluxos de capitais externos para a economia brasileira implicou em mudanças sobre os mercados de crédito e de capitais com efeitos diferenciados sobre as estruturas de financiamento do investimento para as empresas brasileiras. Enquanto os fluxos estrangeiros destinados aos mercados de ações dinamizam as bolsas de valores locais, tornando mais efetivas as possibilidades para as empresas alavancarem recursos com o aprofundamento desse mercado, os fluxos de portfólios decorrentes de colocação de títulos de dívidas diretas no exterior (dívidas securitizadas) tiveram efeitos diretos sobre as possibilidades de financiamento para as empresas a partir essencialmente do mercado de crédito local, fatores que serão analisados a seguir.

⁹⁴ Segundo CARNEIRO (2002), “*uma avaliação da composição pela ótica dos fluxos líquidos mostra quatro momentos distintos: a liderança dos empréstimos de curto prazo em 1992, substituída pela do portfólio em 1993/1994, sucedida pela do financiamento de longo prazo em 1995/1996, e, finalmente, pelo IED desde então*” (p. 274), melhorando a qualidade da captação com a substituição dos fluxos de maior pelo de menor volatilidade, bem como também em termos de prazos.

3.3.1 Fluxos de capitais, mercado de crédito doméstico e financiamento do investimento.

Em relação ao mercado de crédito, a captação de recursos via colocação de títulos de renda fixa no mercado financeiro internacional apresenta vantagens em termos de custos e de prazos para as empresas brasileiras se comparada ao mercado de crédito doméstico. Entretanto, um grupo muito restrito de empresas tem apresentado condições de acesso a essa fonte de financiamento, pois constitui um mercado altamente seletivo,⁹⁵ tornando-se uma fonte mais efetiva de financiamento das empresas a partir de 1996, quando a participação do setor privado não-financeiro (44,8%) na captação total de recursos através de emissões autorizadas de títulos no exterior se equipara à participação do setor privado financeiro (41,7%). A partir de 1996, o setor não-financeiro nacional passa a ser, então, o setor com maior participação na captação de recursos via emissões de títulos de renda fixa nos mercados financeiros internacionais, conforme pode ser visto no gráfico 3.3 e pela tabela 4.5 abaixo indicados (CARNEIRO, 2002).

Como pode ser constatado, houve certa alternância em termos de captação de recursos estrangeiros entre os setores financeiros e não-financeiros ao longo do período, alternância evidenciada pela participação relativa de cada setor no total das emissões autorizadas, ocorridas entre 1992 e 1999. A participação majoritária do setor financeiro que chegou a ser quase majoritária em 1994, quanto atingiu praticamente 70% das emissões, tendeu a ser substituída pelas emissões do setor não financeiro e, em menor magnitude, pelas emissões do setor público. Deve-se destacar que neste último caso as emissões do setor público podem estar relacionadas à problemas relativos os desequilíbrio orçamentários, o que obrigou o governo a emitir títulos de dívida pública com lastro cambial.

As empresas de pequeno e médio porte têm acesso aos recursos externos através das instituições financeiras que captam recursos via colocação de títulos de renda fixa no mercado financeiro internacional e os repassam, via Resolução 63, ao setor privado não-financeiro nacional com prazos mais longos e custos menores se comparados aos praticados no mercado de crédito doméstico. Essa forma indireta de acesso aos recursos externos, associada à melhor qualidade dos mesmos, possibilitou às empresas de pequeno e médio porte realizar o alongamento do perfil de suas dívidas⁹⁶ através da substituição de dívidas de curto prazo, contraídas em moeda nacional, por dívidas de prazos mais alongados, contraídas em moeda estrangeira. Esse movimento beneficiou-se da valorização cambial ocorrida após a implementação do Plano Real e do surgimento de inovações financeiras, como os derivativos, que permitiram melhor administração do risco financeiro entre o agente emprestador (banco estrangeiro), o captador/repassador (banco nacional) e o tomador final de crédito. Segundo Bittencourt (1994), os

⁹⁵ Segundo BARROS e MENDES (1994), “há uma grande seletividade neste mercado, onde menos de 40 empresas têm-se revelado aptas a lançarem-se diretamente no mercado internacional de crédito”, destacando “as empresas estrangeiras ou com participação estrangeira (...) com quase 40% (US\$ 2,2 bilhões) das captações externas de empresas não-financeiras” (p.191).

⁹⁶ Segundo BARROS e MENDES (1994), grande parte das emissões de títulos (*bonus e notes*) no exterior no período de 1992 e 1993 “teve como objetivo o alongamento do perfil da dívida de empresas públicas e para investimentos, estando evidentemente descartadas emissões com fins de arbitragem contra o próprio Tesouro” (p. 191).

empréstimos bancários através da Resolução 63 podem ter sido utilizados tanto para reestruturação de dívidas quanto para a realização de investimento e financiamento do comércio exterior.

Gráfico 3.3 – Participação setorial no total de emissões autorizadas de títulos – 1992-1999.

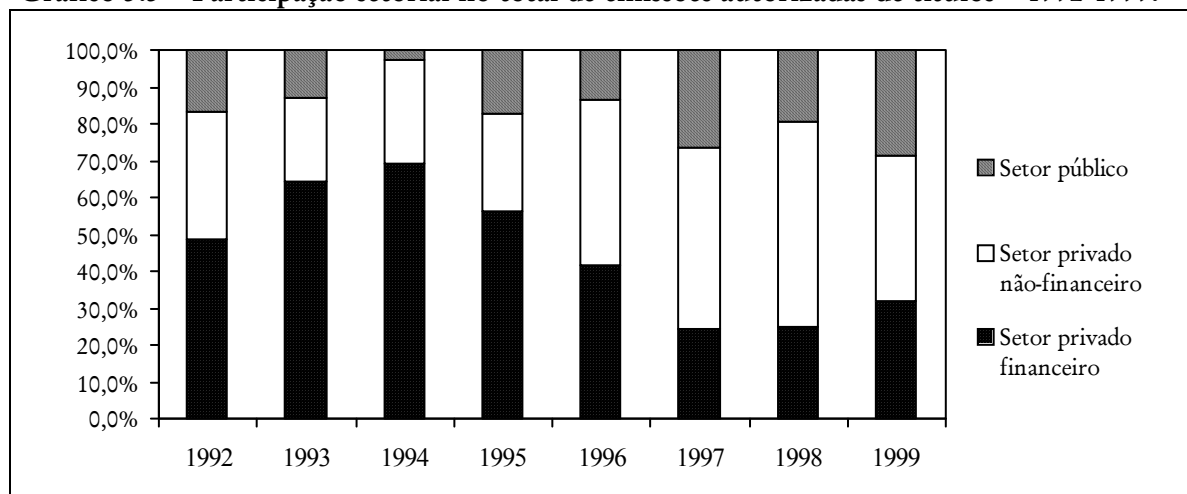


Tabela 3.5 – Emissões autorizadas de títulos no exterior – 1992/2000.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹
Total									
Valor (US\$ mil)	5.572,0	12.149,0	11.572,0	13.474,0	16.978,0	25.864,0	43.230,0	27.889,4	17.276,6
Prazo médio (anos)	3,0	4,0	5,0	5,0	6,0	9,6	7,9	5,3	4,0
Spread ²	571,0	640,0	492,0	502,0	474,0	404,1	538,0	646,0	625,5
Setor privado financeiro									
Valor (US\$ mil)	2.720,0	7.814,0	8.031,0	7.567,0	7.075,0	6.347,0	10.690,0	8.887,1	2.306,6
Prazo médio (anos)	3,0	3,0	4,0	4,0	5,0	6,3	4,6	2,8	2,4
Spread	637,0	666,0	500,0	511,0	496,0	358,6	495,0	664,3	389,0
% da capitação total	48,8	64,3	69,4	56,2	41,7	24,5	24,7	31,9	13,4
Setor privado não-financeiro									
Valor (US\$ mil)	1.912,0	2.747,0	3.223,0	3.552,0	7.606,0	12.632,0	24.202,0	11.051,0	2.526,6
Prazo médio (anos)	5,0	6,0	6,0	5,0	7,0	8,4	9,7	6,9	4,8
Spread	576,0	595,0	497,0	557,0	493,0	432,3	548,0	594,7	542,1
% da capitação total	34,3	22,6	27,9	26,4	44,8	48,8	56,0	39,6	14,6
Setor público									
Valor (US\$ mil)	940,0	1.588,0	318,0	2.355,0	2.297,0	6.885,0	8.338,0	7.951,3	12.443,3
Prazo médio (anos)	4,0	4,0	8,0	4,0	4,0	15,0	7,0	5,9	4,2
Spread	518,0	520,0	358,0	467,0	421,0	394,0	563,0	696,9	686,3
% da capitação total	16,9	13,1	2,7	17,5	13,5	26,6	19,3	28,5	72,0

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim mensal, elaborado com base em CARNEIRO (2002).

Notas: ¹ – De janeiro a agosto.

² – Pontos básicos acima dos títulos do Tesouro Norte-Americano de igual prazo.

Conforme destaca CARNEIRO (2002), a importância do financiamento externo na alimentação do ciclo de crédito doméstico, por meio dos repasses bancários via Resolução 63, é fundamental, não obstante essa forma de financiamento ter tido caráter limitado, estar circunscrita a certos tipos de instituições financeiras, e restrita a

determinados períodos, com a predominância do endividamento externo bancário de curto prazo, conforme a participação dos tipos de obrigações externas em relação ao passivo total dos bancos privados no período de 1991 a 1999 (ver tabela 3.6 abaixo). Como se pode perceber, a dinâmica das obrigações externas totais dos bancos privados é determinada pelo comportamento dos empréstimos de curto prazo, enquanto a dinâmica do passivo bancário externo de longo prazo é determinada pelo comportamento conjunto dos repasses via Resolução 63 e dos empréstimos bancários.

Tabela 3.6 – Participação relativa das obrigações externas em relação ao passivo total dos bancos privados – 1991/1999.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Curto prazo	7,0	15,0	17,1	9,6	11,8	14,5	13,0	9,1	11,7
Longo prazo	17,9	6,3	7,9	6,7	7,0	8,2	9,9	9,7	8,9
Resolução 63	2,7	4,5	6,1	2,4	2,7	2,8	3,4	3,0	2,8
Empréstimos	15,2	1,8	1,8	4,3	4,3	5,4	5,5	6,7	6,1
Total	24,9	21,3	25,0	16,3	18,8	22,7	22,9	18,8	20,6

Fontes: Banco Central do Brasil – Suplemento Estatístico, apud PRATES (1997) e FREITAS e PRATES (2001).

Diante do exposto podemos afirmar que a composição dos fluxos externos, notadamente os recursos ingressantes na economia brasileira via colocação de títulos de dívidas por empresas financeiras e não-financeiras no mercado financeiro internacional, teve impacto pouco efetivo sobre o mecanismo de financiamento das empresas brasileiras; em primeiro lugar, porque apenas uma minoria de empresas reuniu condições de levantar recursos individualmente, com destaque para as filiais de empresas multinacionais; em segundo lugar, porque as pequenas e médias empresas brasileiras tiveram condições de acessar esses recursos por meio dos repasses bancários via Resolução 63 que se constituíram em sua predominância por fluxos de curto prazo.

Dada a impossibilidade de descasamento entre as estruturas passivas de captação externa e as estrutura ativas resultantes dos créditos concedidos no mercado doméstico, os fluxos externos de curto prazo não implicaram a ampliação das ampliações e das condições em *funding* bancário para as empresas brasileiras de pequeno e médio porte, mas em possibilidades de financiamento do comércio exterior pelas empresas exportadoras, em arbitragem de juros e em substituição de dívidas contraídas em moeda nacional por dívidas externas de melhor qualidade em termos de custos e prazo.⁹⁷ Nesse sentido PRATES (1997) afirma que “a abertura financeira recente não teve, até o momento, os impactos esperados pelos liberais, de dinamizar o sistema bancário interno e ampliar o *funding* de longo prazo” (p. 159). No mesmo sentido, PRATES e FREITAS (1999) afirmam que:

⁹⁷ Conforme destacam PRATES e FREITAS (1999), “segundo estimativas dos principais bancos repassadores de recursos externos, 80% dos repasses mediante resolução nº 63 foram utilizados para alongamento e redução do custo do passivo das empresas, que trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por dívidas de médio prazo indexadas à variação cambial” (p. 88).

“A captação de um volume expressivo de recursos externos não se refletiu numa mudança substancial na composição do funding do sistema bancário doméstico. Somente as obrigações externas de curto prazo tiveram uma participação mais expressiva no passivo dos bancos. O endividamento externo dos bancos foi estimulado pelas possibilidades de arbitragem de juros e se direcionou, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente em papéis indexados à variação cambial. Sua contribuição para o financiamento do investimento das empresas de pequeno e médio porte, que dependem do crédito bancário interno, foi marginal. Já as empresas de grande porte, que têm acesso ao mercado internacional de capitais, optaram por emitir seus próprios títulos no exterior diante dos menores custos envolvidos” (p. 94) (grifos nossos).

Fica evidente, portanto, que o mercado de capital estrangeiro não está acessível às empresas de pequeno e médio porte, conforme acima indicado. Estas, entretanto, puderam contar com recursos externos captados pelas empresas financeiras, através de lançamento de seus próprios títulos naqueles mercados, repassando-os às empresas nacionais que tinham dificuldades de acessar, de forma direta, os recursos externos.

Podemos concluir, portanto, que a abertura financeira ocorrida nos anos noventa teve pouco impacto no que se referem às alterações na estrutura de financiamento das empresas brasileiras, sobretudo as de pequeno e médio porte, implicando em que estas deveriam contar como fonte segura e estável de financiamento dos seus investimentos composta apenas pelos recursos que são acumulados internamente através da atividade produtiva, conforme visto no capítulo 2.

3.3.2 Fluxos de capitais, mercado de capitais e financiamento do investimento.

O mercado de capitais pode ser definido como o *locus* do financiamento das empresas através da emissão e colocação neste mercado de títulos de dívida direta (renda fixa) e títulos de propriedade (renda variável). O papel do mercado de capitais no financiamento dos investimentos produtivo já foi objeto de análise neste capítulo. Nesta seção, portanto, será destacado apenas o papel que a captação de recursos externos, via emissões de títulos representativos de ações – os *DRs* - desempenhou sobre o mercado local acionário e seus efeitos sobre as possibilidades de financiamento dos investimentos produtivos realizados pelas empresas brasileiras.

A abertura financeira brasileira ocorrida na década de 90 instituiu a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico através do que se convencionou a chamar de primeiro nível de abertura (*inward transaction*), com a possibilidade de não-residentes contratarem ativos e realizarem aplicações em títulos de renda fixa e variável emitidos pelas empresas brasileiras. Entretanto, segundo PRATES (1999), esses investidores direcionaram-se essencialmente para o mercado secundário de ações. Isso decorre do fato, conforme destacado por HIGA (1998), da abertura financeira brasileira do mercado de capitais não ter sido completa, restringindo-se à participação direta de investidores estrangeiros ao mercado secundário de ações. Os investidores estrangeiros somente têm acesso ao mercado primário de ações através dos fundos de

investimentos (Fundos de Investimentos – Capital Estrangeiro, Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro, Carteira de Títulos e Valores Mobiliários, Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro, Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro e outros),⁹⁸ ou do lançamento de *DRs* nível III e regra 144A, objeto de análise mais detalhada na seção seguinte. O acesso direto de investidores estrangeiros ao mercado acionário brasileiro dá-se apenas pelos Fundos Diretos Institucionais Estrangeiros, também denominados de Anexo IV à Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º. 1.832/92. Portanto, é possível analisar os impactos da abertura financeira sobre a estrutura de financiamento do investimento das empresas através dos efeitos que os fundos de investimentos estrangeiros e os lançamentos de *DRs* no exterior causaram sobre as bolsas de valores brasileiras e o mercado acionário brasileiro ao longo da década de 90. Entretanto, deixaremos para a próxima seção a análise dos efeitos de lançamentos de *DRs* sobre a estrutura de financiamento das empresas, passando a analisar a seguir apenas os efeitos causados pelos fundos de investimentos estrangeiros sobre a capacidade das empresas domésticas financiarem seus investimentos.

Segundo COSTA (1994) e CARTER, (1996), a possibilidade de participação de investidores diretos no mercado secundário de ações teria como consequência o aumento dos preços das ações negociadas nos mercados secundários, com repercussões sobre a elevação da relação preço/valor patrimonial das ações, tornando as emissões primárias mais atrativas, possibilitando às empresas alavancarem maior volume de recursos a partir do lançamento de uma menor quantidade de ações, reduzindo assim o custo de subscrição das mesmas. Dessa forma, segundo esses autores, a abertura do mercado secundário de ações aos investidores diretos estrangeiros, via anexo IV, teria impactos positivos sobre o mercado primário de ações, tornando possível às empresas alterar sua estrutura de financiamento, passando as mesmas a fazerem uso mais recorrente da captação de recursos por meio do lançamento de novas ações. Isso também geraria estímulos para que outras empresas abrissem seu capital, levando a um círculo virtuoso que resultaria em melhores possibilidades de crescimento e desenvolvimento econômico das nações emergentes.

No entanto, conforme destacam PRATES (1997), HIGA (1998) e PRATES e FREITAS (1999) o aumento da capitalização e da liquidez no mercado secundário de ações é uma condição necessária, mas não suficiente, para a superação das fragilidades estruturais do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas:

“O aprofundamento do mercado secundário de ações brasileiro a partir de 1992 – aumento da liquidez, do volume negociado, da rentabilidade e das cotações de mercado – não levou a uma dinamização significativa do segmento de emissões primárias, ou seja, o aumento da alavancagem de recursos através da abertura de capital” (PRATES, 1997, p. 172).

⁹⁸ Para maiores detalhes sobre os instrumentos pelos quais os fluxos de capitais que adentraram nos países, sendo destinados ao mercado primário de títulos e ações, ver Quadro 3.A, nos anexos, que destaca as principais diferenças das modalidades de investimentos de capitais estrangeiros em carteiras de portfólios existentes no Brasil.

Esta constatação é endossada por HIGA (1998, p. 74) ao afirmar que:

“o aprofundamento do mercado secundário de ações não gerou estímulos para o alargamento do mercado de capitais brasileiro que se daria através do aumento do número de empresas de capital aberto e do número de ações emitidas (mercado primário)”.

Essas afirmações resultam da constatação do insignificante número, e sua diminuição ao longo da primeira metade da década de 90, de empresas brasileiras com ações registradas e negociadas nas bolsas de valores brasileiras, assim como da reduzida quantidade de ações emitidas e do também insignificante valor das subscrições de ações efetuadas pelas empresas brasileiras nas bolsas de valores nacionais, conforme pode ser visto nas tabelas 3.7 e 3.8 abaixo indicadas.

Tabela 3.7 – Quantidade e valor de mercado das empresas listadas em bolsas de valores – 1990/1996.

Ano	Empresas com ações		Valor de Mercado ¹ (US\$ milhões)	Variação (%)
	Registradas	Negociadas		
1990	615	579	15.373	
1991	601	570	43.615	183,7
1992	597	565	45.261	3,8
1993	582	551	99.430	119,7
1994	582	549	189.058	90,1
1995	577	547	147.560	(21,9)
1996	589	554	216.927	47,0

Fonte: Bovespa.

Nota: ¹ Refere-se às empresas com ações negociadas.

Tabela 3.8 – Emissão e captação anual via ações e debêntures – 1991/1997 (US\$ milhões).

Anos	Ações			Debêntures		
	Emissões	Valor	Variação (%)	Emissões	Valor	Variação (%)
1991*	52	824,84		76	1.611,72	
1992*	28	1.032,68	25,2	39	398,64	(75,3)
1993**	24	841,13	(18,4)	135	3.843,60	864,2
1994**	48	2.590,70	208,0	74	3.303,84	(14,0)
1995*	31	2.111,90	(18,5)	149	7.573,95	129,2
1996*	23	1.152,10 ^a	(45,4)	195	8.288,55	9,4
1997* ^b	7	680,43		62	2.590,84	

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários/Gerência de Registro – Informativo CVM (vários números).

Notas: * Valores convertidos em dólares pela cotação de venda da taxa de câmbio do dia de registros de ações e debêntures junto à CVM.

** Valores convertidos em dólares pela cotação de venda da taxa de fechamento mensal.

^a Desconsiderando a captação de US\$ 8.003,10 milhões referente ao processo de capitalização do Banco do Brasil ocorrido no mês de maio de 1996.

^b Lançamentos efetuados, e valores captados, até o mês de abril de 1997.

Além desses indicadores, a taxa de emissão primária em relação ao PIB, também demonstra a insignificância do tamanho do mercado primário de ações na economia brasileira, como pode ser constatado através da tabela 3.9 abaixo indicada. Podemos perceber que o mercado primário de ações é muito pequeno, representando apenas 1,27% em relação ao PIB no ano de 1996 quando houve um grande volume de emissão por conta do processo de capitalização do Banco do Brasil, fenômeno este bastante atípico.⁹⁹ Desconsiderado esse fato, a taxa de emissão primária reduz-se para 0,15% do PIB para esse ano. Nesse sentido, SOUZA (1998, p. 182) afirma que “o mercado primário de ações perdeu espaço para os leilões de privatizações e os mecanismos de *depository receipts*”.

Outro fator importante característico do período, destacado por SOUZA (1998), é o fato de que o aumento do número de empresas brasileiras com capital aberto, que saltou de 829 em 1993 para 968 em 1997, segundo a CVM e a BOVESPA, foi decorrente do objetivo de colocar *ADRs* nos mercados acionários do exterior por empresas familiares de médio porte e, fundamentalmente, por empresas estatais incluídas no programa de privatização. Dessa forma, a maioria das empresas que efetuaram a abertura do seu capital, o fizeram objetivando o mercado de ações internacional em função de este apresentar maior grau de aprofundamento e maior número de investidores, o que implica em maiores possibilidades de vendas totais dos lançamentos e maior valorização das ações.¹⁰⁰

Tabela 3.9 – Taxa de emissão primária em relação ao PIB – 1991/1997 (%).

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1996*
Taxa de emissão primária	0,19	0,27	0,23	0,60	0,38	1,27	0,15

Fontes: Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.

Nota: * Descontada a emissão realizada pelo Banco do Brasil em maio de 1996 no valor de US\$ 8.003,10 milhões.

Ao contrário do defendido por vários autores e pelo *staff* dos organismos multilaterais, o mercado primário de ações não foi estimulado pela dinamização do mercado secundário de ações e pela possibilidade de participação direta de investidores institucionais nesse mercado associada à abertura financeira nos anos 90. Nesse sentido, conforme destacam FREITAS e PRATES (2001, p. 92), “o mercado acionário brasileiro continua sendo uma fonte marginal de financiamento para as empresas brasileiras”.

⁹⁹ A primeira metade dos anos noventa tornou-se o período mais favorável às empresas captarem recursos estrangeiros em função de ainda não existir uma cultura de contágios das crises financeiras internacionais, que se intensificou, sobretudo, durante a segunda metade daquela década, assim como também pela relativa estabilidade, comparativamente ao ocorrido durante os anos finais da década, do mercado internacional de câmbio. Estes mercados tornaram-se potencialmente instáveis em função de um grande número de países passarem a adotar políticas cambiais flexíveis.

¹⁰⁰ Em decorrência disso muitos analistas acreditavam em um esvaziamento do mercado acionário brasileiro, tendo em vista que as empresas de primeira linha teriam como tendência natural mudar o mercado de colocação de ações, preferindo as bolsas de valores estrangeiras, restando às bolsas de valores brasileiras apenas o registro e a negociação de ações de empresas de segunda e terceira linha.

Do acima exposto podemos concluir que a abertura da economia brasileira aos fluxos financeiros internacionais, ao longo da década de 90, não teve impacto significativo no sentido de dinamizar o mercado primário de ações através das bolsas de valores brasileiras, tampouco causou alterações profundas no mercado secundário de títulos, apesar de sua importância em termos de novas possibilidades de acesso à fontes de financiamento bancário internacional e lançamento de títulos. Isso fez com que não ocorresse uma mudança significativa nos padrões de financiamento do investimento das empresas brasileiras, tendo em vista o reduzido número de empresas com ações registradas e negociadas em bolsas de valores e a pequena quantidade de emissões de ações e debêntures lançamentos e negociados ao longo do período de 1991 a 1996. Somam-se a isso o reduzido número de emissões primárias e a pequena taxa de emissão de títulos em relação ao PIB. Assim, podemos afirmar que as empresas brasileiras não tiveram a possibilidade de alterar de forma permanente suas estruturas de financiamentos com a maior possibilidade de acesso a fontes de recursos através, por exemplo, de lançamentos de ações e títulos através do mercado primário. Se isso é de fato verdadeiro, as mesmas tornam-se ainda mais dependentes das fontes internas de financiamento proporcionado pelos lucros acumulados com as atividades produtivas. Ou seja, o fato de a abertura financeira não ter implicado em mudanças significativas nos mercados primários de ações e títulos ao longo da década de 90, permite-nos afirmar que as empresas brasileiras são, e continuam sendo altamente dependentes dos seus lucros e rentabilidade para financiar seus investimentos.

As condições de financiamento das empresas brasileiras após a abertura financeira da economia brasileira ao longo dos anos 90 não foram afetadas somente pelos efeitos que os fluxos de capitais estrangeiros causaram no mercado de títulos brasileiro, mas também pelas possibilidades postas às empresas nacionais de efetuarem lançamentos de títulos nos mercados financeiros internacionais através dos *Depositary Receipts (DRs)*, fator que passaremos a analisar na seção seguinte.

3.4 Financiamento nos mercados de capitais estrangeiros: lançamentos de *Depositary Receipts (DRs)*

A abertura financeira ocorrida na economia brasileira durante a primeira metade da década de 90 implicou, como já mencionado acima, na possibilidade de as empresas brasileiras captarem recursos externos nos mercados internacionais de créditos e de capitais. A captação de recursos externos deu-se nesse período preferencialmente pelo processo de lançamento de recibos de depósitos - *Global Depositary Receipts (GBR)*, *International Depositary Receipts (IDR)* e *American Depositary Receipts (ADR)* - diferentemente do mecanismo predominante durante a década de 70, em que prevaleceu a forma de empréstimos sindicalizados.

Esse mecanismo de captação é reflexo da tendência mundial que prevaleceu com os processos de abertura financeira e de globalização, associada à intensificação de mecanismos de desintermediação financeira e à captação de recursos de forma direta via mercados de capitais. A desintermediação financeira, também conhecida como

securitização, representou a possibilidade de contratação de créditos pelas empresas através da colocação de títulos e valores mobiliários nos mercados financeiros. Nesse sentido, os *DRs* nada mais são do que valores mobiliários que as empresas brasileiras lançaram nos mercados financeiros americanos (*ADR*), nos mercados financeiros europeus (*IDR*) ou em outros mercados financeiros (*GDR*), como forma de obterem recursos financeiros para o financiamento das atividades produtivas. O mecanismo de securitização englobou tanto a colocação de valores mobiliários tradicionais como ações, *bonds*, *notes* e *commercial papers*, assim como a colocação de novos produtos financeiros desenvolvidos durante a década de 80, quando ocorreu intenso processo de inovações financeiras, como por exemplo, os *transferable loan facility*, os *asset-backed securities* ou *loan-backed*, os *leveraged recapitalization*, os *leveraged buyout*, entre outras operações.¹⁰¹

Além disso, a securitização do crédito constitui um aspecto inovador, tendo em vista que representa a transformação do crédito indireto, intercedido por agente financeiro, em valores mobiliários que podem ser negociados em bolsas de valores, permitindo a ampliação dos instrumentos financeiros disponíveis nos mercados de capitais. Nesse sentido,

“a transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais representou uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários não-bancários” (LIMA, 1997, p. 37).

Em termos normativos, os *ADR* foram regulamentados pelo Anexo V à Resolução nº 1.298, em 18 de maio de 1992. Esta norma autorizou as empresas brasileiras a negociarem títulos representativos de ações¹⁰² (*depository receipts*) em bolsas de valores internacionais, dentro do processo de liberalização econômica instituído no início dos anos 90.

Existem quatro níveis de programas de *ADR*. No nível I, as empresas brasileiras negociam ações já existentes no mercado de balcão nos Estados Unidos. As vantagens associadas a esse tipo de programa estão relacionadas ao menor custo de lançamento, já que não há taxas de subscrição (*underwriting*) de ações, ao fato de as empresas tornarem-

¹⁰¹ A crise financeira da dívida externa dos países emergentes durante a década de 80, que resultou na brusca redução dos créditos internacionais e na elevação das taxas de juros nos países industrializados, implicou na necessidade de o sistema financeiro internacional buscar saídas para a crise, entre as quais destacam-se as inovações financeiras surgidas nesse período. Estas, associadas aos processos de liberalização financeira e de globalização dos mercados financeiros, resultaram na reinserção dos países emergentes no mercado financeiro internacional. Para maiores detalhes sobre as operações de securitizações introduzidas ao longo da década de 80 (inovações financeiras), ver LIMA (1997).

¹⁰² Em termos mais detalhados, conforme MORELAND (1995), “*ADRs são certificados negociáveis emitidos por um banco comercial norte-americano (conhecido como depositário). Cada certificado representa ações de uma companhia não norte-americanas depositadas junto ao custodiante do depositário (geralmente um banco no país de origem da companhia não norte-americana). O custodiante (ou nomeado) do depositário aparece nos livros de registro do emissor não norte-americano como o proprietário registrado de todas as ações depositadas, originadoras de ADR. Como proprietário registrado, o custodiante (ou nomeado) do depositário recebe, em nome deste último, os dividendos pagos pelo emissor não norte-americano a seus acionistas e está autorizado a exercer o direito de voto relativamente às ações depositadas nos termos do programa de ADR*” (Gazeta Mercantil, maio de 1995).

se mais conhecidas dos investidores internacionais e à expansão da liquidez dos títulos das empresas nos mercados financeiros internacionais. Além dessas vantagens, esse nível do programa de *ADR* apresenta o menor índice de exigências legais, pois não é necessário atender às normas contábeis, tampouco preencher todos os requisitos de transparências (*disclosure*) exigidos pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) norte-americana, organismo similar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil.

Nos programas de *ADR* nível II as ações são negociadas em bolsas de valores nos Estados Unidos, necessitando para tanto atender a requisitos quanto a divulgação dos demonstrativos financeiros das empresas emissoras de ações, sendo que estes devem estar de acordo com as normas contábeis estabelecidos pelas SEC. Além dessa exigência, os emissores devem periodicamente divulgar relatórios financeiros e contábeis como forma de manter os investidores informados quanto ao desempenho econômico-financeiro das empresas nas quais mantêm posições. Segundo PRATES e FREITAS (1999, p. 72), “os programas de nível I e II não envolvem a captação de fundos mediante a oferta pública de valores mobiliários do emissor”, sendo a diferença entre as duas categorias de programas estabelecidas pelos mercados de balcão ou bolsa de valores em que são negociados os *ADRs*.

Os programas de *ADR* nível III envolvem a emissão de novas ações e sua oferta pública através das bolsas de valores dos Estados Unidos, representando, portanto, captação de recursos adicionais por parte das empresas brasileiras. Nesse sentido, é indispensável o registro dos valores mobiliários lançados nas bolsas junto ao *Securities and Exchange Commission*, além da adequação dos princípios contábeis exigidos por normas daquele país, assim como a elaboração de relatórios econômico-financeiros abrangentes e sua divulgação/publicação em meios de comunicação. Dessa forma, os custos de captação de recursos externos nos mercados financeiros internacionais aumentam com as maiores exigências de *disclosure*, o que ocorre no caso de lançamento de *ADR* nível II, mas fundamentalmente na situação de *ADR* nível III.

Ainda segundo PRATES e FREITAS (1999), esse mecanismo de financiamento permite às empresas brasileiras captarem recursos através de novas emissões, em virtude das maiores dimensões dos mercados de valores mobiliários norte-americanos em termos de volume e de número de investidores; ou seja, do maior aprofundamento (amplitude) do mercado de títulos daquele país. Dessa forma,

“esse mecanismo amplia as possibilidades de financiamento das empresas brasileiras via mercado de capitais. A utilização de tais instrumentos por essas empresas, ante a emissão de títulos de renda fixa, ganhou importância após o Plano Real, uma vez que a inflação elevada dificultava a adaptação da contabilidade e dos balanços aos padrões americanos” (PRATES e FREITAS, 1999, p. 72).

Isso é evidenciado no quadro 3.1 indicado a seguir, onde podemos ver que, mesmo sendo regulamentado em maio de 1992, neste ano apenas três empresas brasileiras efetuaram lançamentos de *DRs*, sendo que entre estas apenas uma (Aracruz)

efetuou emissão de novas ações (nível III). Em 1993 outras três empresas efetuaram lançamentos de *DRs*, todas *DR* nível I. Já em 1994, 21 empresas brasileiras lançam *DRs* nos mercados financeiros internacionais. O aumento expressivo de lançamento nesse ano é reflexo da tendência do crescimento econômico que a economia brasileira vinha experimentando desde 1993, o que implicou na necessidade de implementação de novos projetos produtivos e na busca de recursos financeiros para seu financiamento, mas, fundamentalmente, na capacidade das empresas brasileiras efetuarem a adaptação da contabilidade e dos balanços proporcionada pela estabilização dos preços a partir do segundo semestre, com a adoção do Plano Real. Das 21 empresas que lançaram *DR* em 1994, treze o fizeram no segundo semestre deste ano, após a instituição do plano de estabilização macroeconômica da economia.

Quadro 3.1 – Empresas inscritas no Programa *Depository Receipts* - 1992 a 1997.

Companhias	Data do Programa	Nível do DR	Tipo de Ação	Quantidade de ações ¹ (milhares)	Ações no Programa em relação ao Capital Social (%)			Valor de Mercado (US\$ milhões) ²
					Ordin.	Prefer.	Total	
Acesita	22/08/1994 14/07/1994	I	ON/PN	6.936.595	0,88	10,17	3,98	6,45
Agrocerec	15/07/1994	I	PN	1.000		0,06	0,04	0,01
Alpargatas	07/04/1994	I	ON/PN	1.881	0,05	0,14	0,10	0,07
Aracruz	26/05/1992	III	PNB	318.643		51,19	29,56	434,50
Bahia Sul	21/12/1994	I	EPA	75		0,01	0,01	0,02
Belgo Mineira	21/11/1995	I	EP	2.020		0,11	0,05	0,11
Bom Preço	30/10/1996	144 A	PN	7.476		74,76	16,66	66,46
Bombril	24/05/1994	I	PN	83.484		0,33	0,20	0,60
BR Distribuidora	10/10/1995	I	EP	721.422		2,56	1,67	10,02
Bradesco	06/06/1997	I	EP	3.926.640		0,84	0,41	27,45
Brahma	03/12/1996 23/07/1996	II	EO/EP	426.760	0,10	10,30	6,72	293,45
Brazil Realty	21/10/1996	I	EP	21.826		54,23	29,00	39,56
Celesc	12/09/1994 24/09/1996	I	ON/PNB	74.621		16,26	9,70	56,03
Cemig	30/10/1995 15/07/1994	I	ON:PN	22.407.963		30,66	17,26	1.034,63
Cesp	23/02/1994	I	EP	2.049.785		4,54	2,19	128,26
Ceval	22/09/1994	I	EP	850.466		3,71	2,43	6,31
Cofap	23/07/1996	I	EP	352		2,55	1,52	1,27
Copel	23/04/1996 23/07/1996	III	ON/PNB	26.853.126	0,18	20,67	9,81	381,68
Copene	12/01/1993	I	EPA	127.569		11,26	7,17	25,87
CSN	10/11/1993	I	EO	5.625.455	7,29		7,29	145,65
CTM Citrus	14/06/1994	I	EP	500		0,11	0,06	0,01
Dixie Toga	24/06/1997	Reg D	PN	16.695		11,03	5,05	5,76
Eletrobrás	21/12/1994	I	ON/BN	3.818.867	4,92	18,76	7,10	1.722,16
Escelsa	25/10/1996	144 A	ON	82	1,79		1,79	12,66
Eucatex	11/01/1994	I	PN	360		0,14	0,09	0,08
Globex	20/02/1997 23/12/1996	I	EO/EP	208		0,61	0,32	1,35
Iochpe-Maxion	17/05/1994	I	EP	231.008		47,61	25,83	17,94

Klabin	17/11/1994	I	PN	4.255		0,79	0,52	2,20
Latasa	14/05/1997	144 A	ON	5.835	14,88		14,88	14,86
Lojas Americanas	21/06/1995	I	PN	1.688.735		5,72	3,69	11,44
Lojas Arapuã	09/10/1995	I	EP	2.789.004		26,97	9,02	10,83
Makro	03/03/1997	I	EO	62.631	32,62		32,62	54,05
Marcopolo	24/09/1996	I	PN	2.473		0,57	0,30	0,30
Multicanal	31/10/1996	III	PN	148.839		33,47	15,06	77,07
Oxiteno	28/03/1996	I	PN					
Pão de Açúcar	22/09/1995	III	EP	13.980.661		71,97	20,12	199,09
Perdigão	17/10/1996	I	PN	1.683.400		1,15	0,75	2,62
Petrobrás	12/11/1996	I	PN	3.591.783		7,95	3,31	753,26
Eletrolux (Refrigar)	08/07/1994	I	EP	6.119.115		7,13	4,75	10,72
Rossi Residencial	15/07/1997	144 A	ON	27.222	7,60		5,06	32,89
Rhodia-Ster	21/12/1994	144 A	ON	31.563	6,28		6,26	4,09
Suzano	22/11/1993	I	PN	336		0,25	0,14	0,55
Teka	09/02/1994	I	PN	15.000		0,06	0,04	0,00
Telebrás	21/10/1992	II	PN	93.645.680		47,70	29,20	9.213,44
Tubarão	04/07/1994	144 A	BN	235.059		0,82	0,49	3,31
Unibanco S/A	19/05/1997	III	PN	27.781.253		58,37	29,18	824,78
Unibanco Holding	19/05/1997	III	PN	27.781.253		140,33	59,67	824,78
Usiminas	19/09/1994	144 A	PN	22.106		0,00	0,00	134,50
Vale	17/02/1994	I	PN	24.873		17,95	6,40	418,60
Votorantin Celul.	30/11/1992	I	PN	1.586.763		12,80	5,19	32,87

Fonte: Informativo CVM – novembro de 1997; apud HIGA (1998, pp. 86-87)

Notas: ¹ Inscritas no Programa DRs.

² Valor de mercado em novembro de 1997. Valores convertidos pela taxa média do dólar cotado ao câmbio flutuante – cotação Banco Central do Brasil.

O último nível de programa de DR é constituído pelos lançamentos de valores mobiliários pela regra 144A, também denominada de DR restrita, por meio do qual é realizada a colocação de novas ações (emissão) junto a grupos selecionados de investidores institucionais estrangeiros. Em função dessa característica, esse programa apresenta menor exigência quanto à divulgação de informações de desempenho econômico-financeiro dos emissores, seguindo normas especificadas por aquela regra.

Para que ocorram emissões e lançamentos de novas ações de empresas brasileiras nos mercados de valores mobiliários norte-americanos é necessário que as empresas emissoras obtenham registro junto à *Securities and Exchange Commission* (SEC), realizem a confecção dos procedimentos operacionais entre o emissor (empresa brasileira), o depositário (banco comercial norte-americano) e o custodiante (quase sempre um banco com sede no país de origem da empresa emissora) e, finalmente, efetue a apresentação da empresa aos investidores estrangeiros, procedimento este denominado de *road show*. Após o *road show* processa-se a precificação das ações, a determinação do volume ofertado e efetuam-se os contratos com o *pool* de bancos que garantem a subscrição dos valores mobiliários do volume de ações que não forem demandas pelos investidores (HIGA, 1998).

O quadro 3.2 a seguir sintetiza, em termos de alguns critérios destacados, os níveis de programas de lançamentos de DRs existentes nos Estados Unidos pelos quais as

empresas brasileiras efetuaram lançamento de *ADRs* nos mercados de capitais daquele país.

Quadro 3.2 – Estados Unidos: Programas de emissão de *ADR*.

	Utilização de ações já existentes no mercado doméstico.		Levantamento de capital através de emissão de novas ações.	
	Nível I	Nível II	Nível III	Regra 144A
Descrição	Títulos não listados em bolsas de valores.	Títulos listados em bolsas de valores.	Oferta pública em bolsas de valores.	Colocação privada.
Investidores	Todos.	Todos.	Todos.	Investidores qualificados (Grupos selecionados).
Negociação	Mercado de balcão.	Bolsas de Valores (Nyse, Amex, Nasdaq). ¹	Bolsas de Valores (Nyse, Amex, Nasdaq). ¹	Negociação entre os investidores qualificados através do Portal (sistema de colocação e transação eletrônica para as <i>securities</i> da Regra 144A).
Registro na SEC ²	Exigido formulário F6.	Exigido formulário F6.	Exigido formulário F1 para oferta pública de ações e formulário F6 para os ADR.	Não é exigido registro.
Requerimentos contábeis (US Gaap – Princípios contábeis gerais).	Não há.	Compatibilização parcial com as normas do Gaap.	Compatibilização total com as normas do Gaap.	Não há.

Fontes: Citibank (1995), apud PRATES e FREITAS (1999, p. 72).

Notas: ¹ Bolsas de Valores norte-americanas, respectivamente: *New York Stock Exchange (Nyse)*, *American Stock Exchange (Amex)* e *National Securities Dealing Association Quotation (Nasdaq)*.

² *Securities Exchange Commission*.

Os *DRs* adquiridos pelos investidores estrangeiros podem ser convertidos em ações e estas podem ser vendidas nas bolsas de valores brasileiras, procedimento este denominado de *flow back*. Do mesmo modo, os investidores estrangeiros podem adquirir ações de empresas brasileiras nas bolsas de valores nacionais, transformá-las em *DRs* e operar com estes nos mercados internacionais, procedimentos este denominado de *in flow*. Os investidores domésticos, por sua vez, podem dispor de suas posições mantidas junto às empresas brasileiras inscritas nos programas de *DRs* para os bancos custodiantes daquelas no Brasil, obter *DRs* da mesma empresa no exterior e operar com estes no mercado internacional.¹⁰³ Todos esses procedimentos permitem a arbitragem de preços entre os mercados domésticos e internacionais para os investidores. Assim, podemos afirmar que, com a transformação de ações em *DRs* e *DRs* em ações, ocorre um espraiamento do mercado de valores mobiliários emitidos pelas empresas possibilitando

¹⁰³ Frequentemente as empresas brasileiras emissoras de *DRs* utilizam como agentes custodiantes bancos estrangeiros com filiais ou sucursais no Brasil e em outras praças financeiras. Isso possibilita ao emissor simplificar os procedimentos de lançamento de *DRs* tendo em vista que o custodiante e o fiel depositário dos *DRs* se constituem em um mesmo banco operando no mercado do país da empresa emissora e no mercado de lançamento dos *DRs*, além de possibilitar reduções nos custos de lançamento tendo em vista que a taxa de custódia é inversamente proporcional ao volume da operação (PRATES, 1999).

às mesmas contar com novas fontes de obtenção de recursos para financiar investimentos.

Do exposto até aqui podemos concluir que a abertura comercial e financeira implicou mudanças em termos das alternativas de fontes de financiamento para as empresas brasileiras. Estas passaram a contar com possibilidades de alavacarem recursos financeiros para financiar investimentos através dos mercados de estrangeiros de créditos e de capitais, a despeito da volatilidade inerente, sobretudo, no mercado de crédito decorrentes das crises financeiras internacionais dos anos 90. Entretanto, como se pode constatar, poucas foram as empresas que reúnem condições para acessar esses mercados, como apontado pelos indicadores acima descritos, como o reduzido número de empresas que de fato efetuaram lançamento de títulos representativos de ações – DRS – nos mercados financeiros internacionais, o baixo volume de recursos captados em relação ao tamanho da economia nacional. Além desses aspectos, os impactos ocorridos nos mercados domésticos financeiros e de crédito foram poucos significativos, fato este evidenciado pelo reduzido número de empresas que se aventuraram em abrir o capital, assim como o baixo número, muito aquém do esperado, de lançamento de novas ações e, finalmente os resultados em termos dos valores de mercado das empresas listadas nas bolsas de valores brasileiras e do reduzido aprofundamento dos mercados de capitais que era esperado com a abertura financeira.

Considerações finais.

O financiamento do investimento das empresas brasileiras também está circunscrito pelas condições da inserção da economia brasileira no mercado internacional, condições estas dadas pelos processos de abertura comercial e financeira ocorrida ao longo da década de 90. Estes processos impactaram a não só o mercado das empresas, mas também implicou em alterações nas alternativas de financiamento das empresas brasileiras. Se de um lado as empresas brasileiras passaram a sofrer processo de concorrência direta com as empresas estrangeiras, de outro, houve um aumento das possibilidades de financiamento com o acesso das empresas brasileiras a recursos estrangeiros através da entrada de capitais no país, ou através da possibilidade de acesso aos mercados financeiros de capitais de créditos estrangeiros.

Contudo, como ficou evidente ao longo da análise realizada, apenas um reduzido número de empresas brasileiras reuniram condições de acessar os recursos estrangeiros, tendo pouco impacto sobre as condições mais gerais de financiamento da economia como um todo, bem como esse mecanismo resultou em reduzidos impactos sobre o mercado de capitais brasileiro, com poucos efeitos sobre o mecanismo de aprofundamento desses mercados.

Não obstante essas condições postas pelo processo de abertura da economia brasileira sobre a capacidade de financiamento das empresas, é necessária investigação sobre a existência ou não de diferenças nas capacidades de autofinanciamento das empresas para setores que apresentam distintos graus de concentração de suas atividades

produtivas com o objetivo de perceber se essa capacidade de autofinanciamento tem relação estreitas com as características estruturais de concentração dos mercados, objeto de análise do próximo capítulo.

Capítulo 4

O financiamento do investimento dos setores produtivos brasileiros cimento e têxtil na segunda metade da década de noventa.

No presente capítulo será realizada análise da capacidade das empresas pertencentes a dois setores produtivos diferentes que se distingue pelo grau de concentração de suas atividades produtivas, tais como o setor cimento e setor têxtil. O objetivo é identificar a existência ou não de capacidade diferenciada de financiar investimentos através de recursos próprios, ou seja, através do autofinanciamento. Fica evidente, portanto, que o que se pretende é buscar evidências no campo empírico que sejam capazes ou não de corroborar com as argumentações teóricas desenvolvidas ao longo dos capítulos anteriores, argumentação que colocou no centro da discussão a questão do financiamento do investimento, com foco na capacidade de autofinanciamento das empresas. O objetivo, portanto, é levantar evidências que permitam ou não comprovar a hipótese defendida de que setores produtivos, com maior nível de concentração de suas capacidades produtivas, apresentam condições mais efetivas de financiar investimentos a partir de fundos próprios *vis-à-vis* setores com menor nível de concentração de suas atividades.

Com a premência desses objetivos, o capítulo está dividido em quatro seções. Na primeira é realizado uma análise do desempenho econômico e financeiro dos dois setores ao longo das décadas de 80 e 90 com o objetivo de identificar se o processo de abertura comercial brasileira dos anos 90 afetou de forma distinta os resultados financeiros e, por conseguinte, as capacidades de ambos os setores em acumular recursos internos passíveis de serem alocados no financiamento do investimento, por circunstância das características dos produtos dos setores serem *tradeable* e *non-tradeable*. Na segunda seção descrevem-se as especificações do modelo econométrico estruturado para poder permitir análises comparativas das capacidades de autofinanciamento de cada um dos setores em evidência. Na terceira seção descreve-se os processos metodológicos de levantamento e tratamentos dos dados de forma a permitir a construção de tabelas

sínteses dos dados estatísticos que possibilitem rodar os modelos para cada setor. Na quarta e última seção faz-se a análise dos principais resultados alcançados com a pesquisa.

4.1 – Desempenho econômico e financeiro dos setores cimento e têxtil durante as décadas 80 e 90.

A abertura comercial brasileira durante a década de 90 pode ter impactado o desempenho econômico e financeiro dos setores produtivos brasileiros de cimento e têxtil, com efeitos diretos sobre as capacidades dos mesmos em acumular recursos internos passíveis de serem utilizados no financiamento do investimento. Tal implicação resulta do fato de serem os produtos do setor têxtil *tradeable*, ou seja, comercializáveis no mercado internacional, estando o setor produtivo doméstico sujeito à concorrência dos produtos importados com o processo de abertura, enquanto os produtos do setor cimento apresentam características básicas de serem *non-tradeable*, e os seus resultados financeiros sofrer poucos efeitos do processo de abertura. Dessa forma, a abertura comercial pode ter impactado mais intensivamente o setor têxtil, em função de uma maior exposição à concorrência de produtos importados, afetando o seu desempenho econômico e financeiro e, por conseguinte, a sua capacidade de autofinanciamento, do que o setor cimento. À medida que o setor passa a ter resultados financeiros negativos, fruto da maior pressão concorrencial estabelecida pela abertura comercial, isso poderá ter afetado de forma distinta, dado as características específicas de cada setor, a rentabilidade e a capacidade de autofinanciamento através de recursos próprios.

Isso implica a necessidade de se avaliar o comportamento financeiro dos setores cimento e têxtil objetivando identificar a ocorrência ou não de impactos diferenciados causados pela abertura comercial sobre a capacidade de autofinanciamento dos mesmos; ou seja, analisar se a abertura econômica afetou ou não as condições dadas às empresas para financiar investimentos a partir de recursos acumulados através de suas atividades produtivas. Para tanto, levantou-se informações que permitem avaliar o desempenho econômico e financeiro dos setores objeto de investigação ao longo dos anos 80 e 90, conforme podem ser vistas através da Tabela 4.A, nos anexos. Estas informações são compostas de indicadores de liquidez, de endividamento e de rentabilidade, e possibilitam um diagnóstico preliminar e sintético da forma como a abertura comercial afetou as condições em que as empresas dos dois setores puderam acumular recursos internos passíveis de serem utilizados para financiar investimentos em capital fixo.

Conforme destaca a Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil (1978), o indicador de liquidez corrente é dado pelo quociente entre o ativo circulante e o passivo circulante, medindo a relação entre os recursos disponíveis, ou o que será recebido dentro de um ano, e o que terá de ser desembolsado no mesmo prazo. Mostra a disponibilidade financeira da empresa ante suas obrigações de curto prazo. O endividamento, por sua vez, é definido pela relação entre o passivo circulante, mais o exigível a longo prazo, como percentagem do total do ativo, e revela a percentagem média de capital de terceiros tomados pelas empresas dos distintos setores para financiar investimentos em capital fixo ou gastos produtivos, visto que nestes estão inclusos os

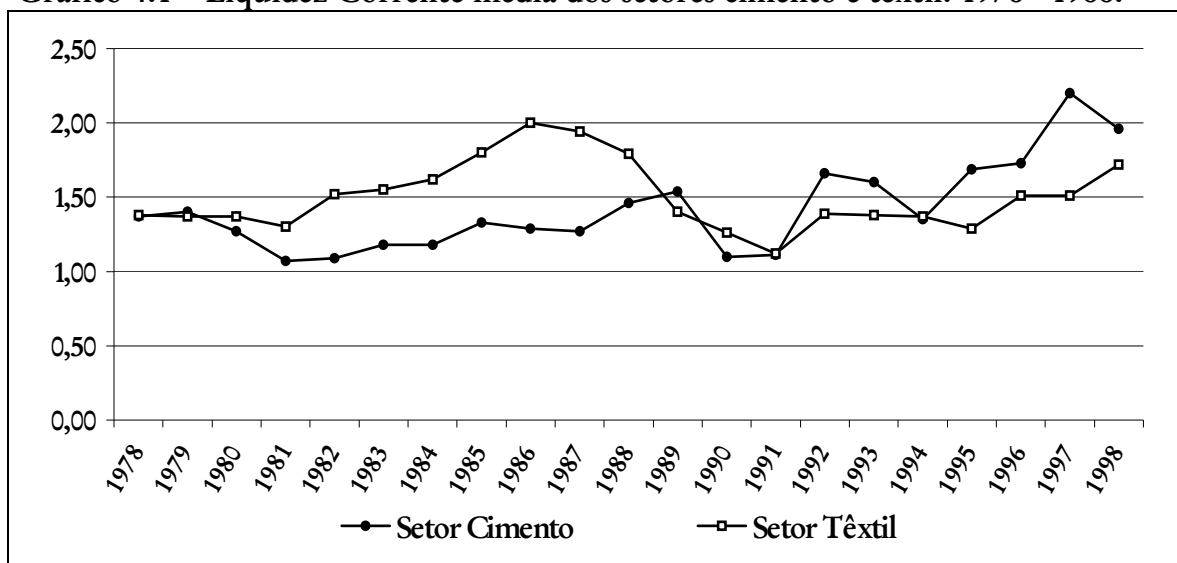
empréstimos de curto prazo. A rentabilidade é determinada pelo lucro líquido do exercício como percentagem do patrimônio líquido, constituindo uma das formas de se medir a lucratividade média das firmas.

Conforme pode ser observado pelo gráfico 4.1, abaixo indicado, o setor cimento apresentou menor turbulência em termos de liquidez corrente, com clara tendência de aumento ao longo de toda década de 80 e 90, não obstante as pequenas inflexões ocorridas nos anos de 1990, 1994 e 1998. O setor têxtil, por sua vez, apresentou nível de liquidez corrente maior que o setor cimento ao longo de praticamente quase toda década de 80. Em 1986 houve reversão dessa tendência que perdurou até 1991, quando então o setor passa apresentar novamente tendência de aumento deste indicador financeiro; porém, em níveis inferiores aos estabelecidos pelo setor cimento.¹⁰⁴ A tendência de queda da liquidez corrente a partir de 1986, e a sua subsequente reversão a partir de 1991, são reflexos evidentes dos processos de ajustes da estrutura de endividamento deste setor ante a crise econômica dos anos 80 e os efeitos causados pela abertura comercial. A partir de 1991 o setor têxtil passou a apresentar quociente médio de liquidez corrente menor que o setor cimento. Entretanto, deve-se destacar que a tendência de queda no quociente médio de liquidez corrente do setor têxtil ocorrida a partir de 86 não apresenta relação alguma com a abertura comercial e que, mesmo sob os efeitos da abertura comercial, o setor têxtil passou a apresentar tendência de aumento do quociente de liquidez corrente a partir de 1991.

Quanto ao grau médio de endividamento dos setores em análise, pode ser observado, através do gráfico 4.2, que o setor têxtil apresentou proporção de uso de capitais de terceiros maior que o setor cimento ao longo de praticamente todo o período, exceto apenas para o ano de 1981. Isso está relacionado com a argumentação desenvolvida ao longo do capítulo 2, onde se destacou que empresas de menor porte e pertencente a setores menos concentrado, como é o caso do setor têxtil, são as mais dependentes de recursos de terceiros para financiar as atividades de investimentos e produtivas. Deve se destacar também a reversão da tendência de queda do grau de endividamento ocorrida em 1987 e 1988 para ambos os setores produtivos. Os dois setores passaram a apresentar forte tendência de aumento do grau de endividamento a partir de meados dos anos 90, reflexo da adoção de medidas de ajustes produtivos ante os efeitos da maior concorrência comercial e das possibilidades de endividamento postas pelo acesso a recursos de terceiros via mercados de crédito e de capitais estrangeiros proporcionado pela intensificação da abertura financeira, recursos este de menor custo, conforme destacado no capítulo 3 do presente trabalho. Com a possibilidade de uma desvalorização cambial em 1999, e diante das expectativas de aumento dos juros internos, as empresas de ambos os setores procuraram ajustar suas estruturas de financiamento, reduzindo significativamente o uso de capitais de terceiros a partir de 1999.

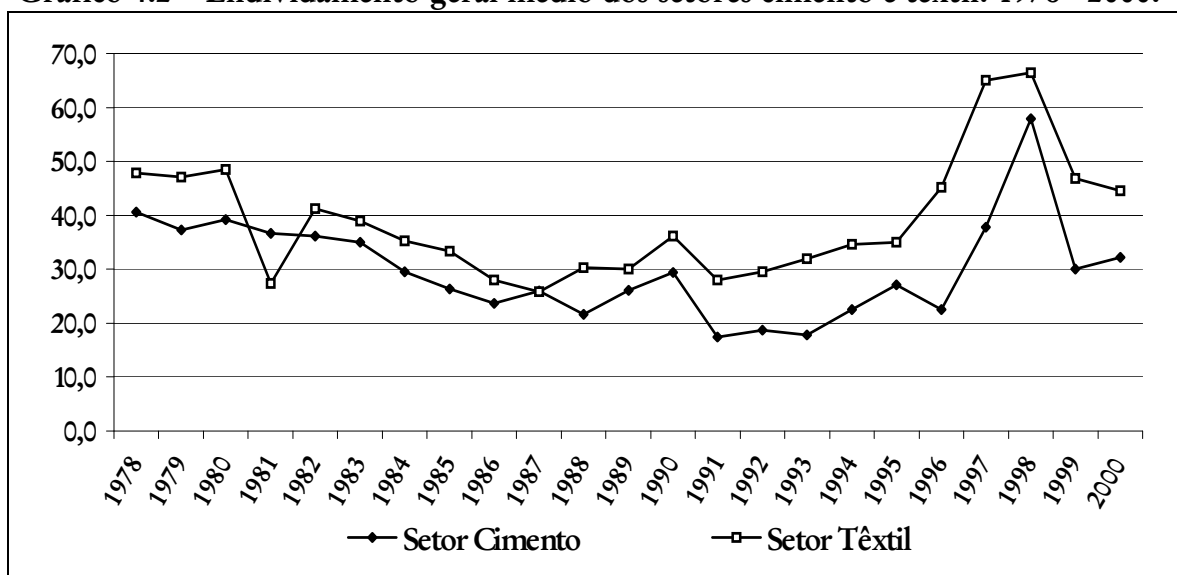
¹⁰⁴ Deve-se destacar que a reversão da tendência pode se dar através de variações no ativo circulante maior ou menor que as variações ocorridas no passivo circulante, já que o indicador de liquidez corrente é dado pelo quociente deles. Ou seja, uma queda no indicador de liquidez corrente pode ser resultado tanto de uma diminuição do ativo, quanto de um aumento no passivo, ou da ocorrência simultânea dos dois. Acredita-se que redução muito acentuada no indicador de liquidez, como a ocorrida entre 1986 e 1991, seja resultado de variação simultânea tanto no ativo quanto no passivo.

Gráfico 4.1 - Liquidez Corrente média dos setores cimento e têxtil: 1978 - 1988.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil - Vários anos.

Gráfico 4.2 - Endividamento geral médio dos setores cimento e têxtil: 1978 - 2000.

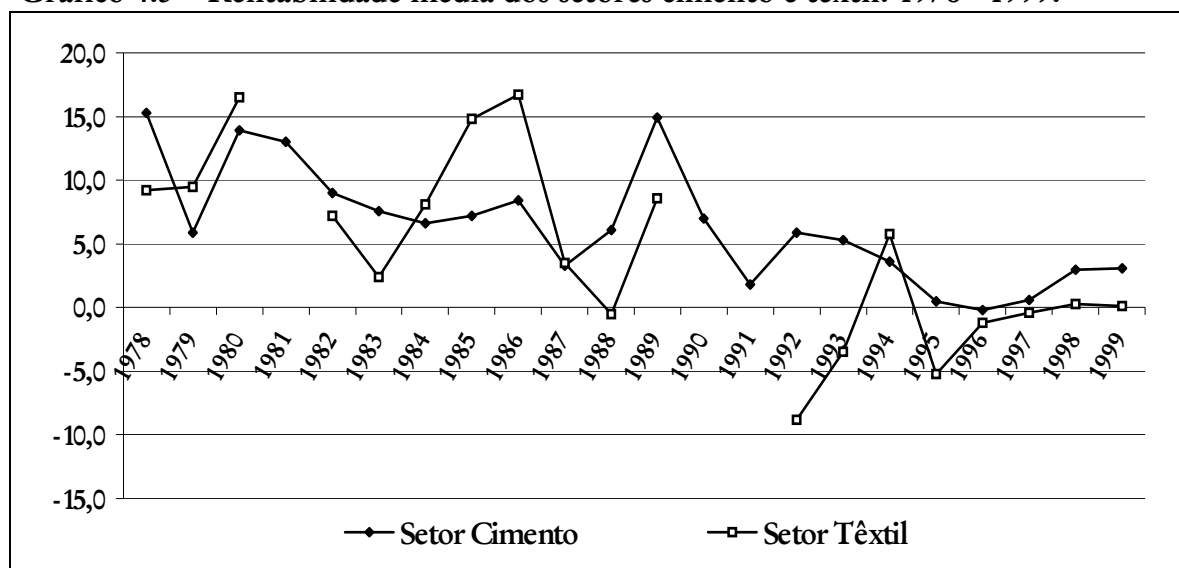


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil - Vários anos.

No tocante à rentabilidade, podemos perceber, através do gráfico 4.3, abaixo indicado, que ambos os setores apresentaram tendência de queda dos níveis de rentabilidade; entretanto, o setor têxtil se destaca por apresentar tendência de queda mais acentuada. Fica evidente também que o setor cimento apresentou comportamento menos turbulento, com variações menores de rentabilidade comparativamente às corridas no setor têxtil ao longo das décadas de 80 e 90. O setor têxtil, contudo, apresentou um comportamento mais turbulento em termos de níveis médios de rentabilidade, com significativas variações em termos de pico e vale. Deve ser destacado, entretanto, que as tendências de queda dos níveis de rentabilidade dos setores analisados se projetam desde o início da década de 80, não possibilitando afirmar que os níveis de

rentabilidades de ambos os setores passaram a sofrer impactos significativos e distintos em decorrência da abertura econômica. Portanto, em termos de rentabilidade média dos setores objeto de análise, podemos perceber que a abertura comercial não acentuou de forma significativa a tendência de queda dos níveis de rentabilidade de ambos os setores produtivos, posto que estes já evidenciavam quedas em seus níveis de rentabilidade de longo período.

Gráfico 4.3 – Rentabilidade média dos setores cimento e têxtil: 1978 - 1999.



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil – Vários anos.

Do acima exposto podemos perceber que, segundo os indicadores de liquidez corrente, de endividamento e de rentabilidade publicados pela Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil, a abertura comercial teve poucos efeitos em termos de desempenhos econômicos e financeiros sobre os setores produtivos brasileiros de cimento e têxtil, afetando ambos os setores de maneira relativamente semelhante, sem causar impactos profundos diferenciados, a despeito das características de serem setores *tradeable* e *non-tradeable*, respectivamente. Assim, podemos afirmar que tanto o setor cimento quanto o setor têxtil não tiveram mudanças significativas em suas capacidades de autofinanciamento decorrente de possíveis impactos diferenciados causados pela abertura comercial ao longo da década de 90. Como demonstrado através dos gráficos acima indicados, os dois setores mantiveram tendências relativamente semelhantes quanto ao comportamento dos indicadores financeiros de liquidez, endividamento e rentabilidade durante as décadas de 80 e 90. Isso permite afirmar que apesar do setor têxtil ter produtos que sofrem influências advindas do comércio internacional, comércio este intensificado com o processo de abertura comercial, este setor não teve mudanças tão dispare e significativas que pudessem sugerir que sua capacidade de autofinanciamento sofreu impactos mais acentuados com a abertura em relação ao setor cimento, cujo produto é *non-tradeable*.

4.2 Especificações do modelo.

4.2.1 Observações gerais sobre o modelo.

Como o objetivo do presente trabalho é analisar a capacidade das empresas de setores produtivos com diferentes graus de concentração de mercado em financiar seus investimentos a partir de recursos próprios, torna-se mister empreender esforços no sentido de avaliar e compreender a relação existente entre variáveis que permitam captar, de um lado, o nível de expansão da capacidade produtiva das empresas e, de outro, variáveis que permitem destacar a capacidade das mesmas em acumular recursos internos que possam ser usados como fonte de financiamento da expansão da capacidade a partir de suas próprias atividades produtivas. Desse modo, é fundamental estabelecer e analisar as relações entre o investimento e a capacidade de manutenção de reservas decorrentes do lucro ou prejuízo operacional líquido retido e não distribuído pelas empresas.

A literatura econômica, conforme evidenciado nos capítulos anteriores, destaca que os recursos acumulados internamente, a partir das atividades produtivas, constituem uma das fontes fundamentais de financiamento do investimento. De outro modo, também destaca que setores com maior capacidade de intervir discricionariamente no mercado, a partir do exercício do poder de mercado, têm maior capacidade de acumular recursos internos em relação a setores ou atividades produtivas em que o grau de concentração do mercado é menor. Naqueles setores, as empresas apresentam menor capacidade de ditar preços e, por conseguinte, de estabelecerem suas margens de lucros e ganhos capitalistas de forma apropriada a gerar os recursos requeridos pelo investimento realizado. Diante disso, é fundamental que possamos avaliar se de fato setores produtivos concentrados apresentam efetivamente mais intensa e robusta relação entre as variáveis que possam evidenciar, de um lado, o grau de expansão da capacidade produtiva e, de outro, a capacidade de geração de recursos financeiros que possam ser usados para financiar tal expansão, comparativamente a setores produtivos que apresentem menor grau de concentração.

Com o propósito de analisar e compreender o mecanismo do autofinanciamento do investimento da capacidade produtiva conforme destacado ao longo deste trabalho, estruturou-se um modelo econométrico que permitisse confrontar variável que capte a capacidade de expansão da atividade produtiva das empresas de um setor em relação a outra variável que evidencie a capacidade das mesmas firmas de gerar e acumular recursos financeiros a partir de suas atividades produtivas.

Como não existem fontes de informações disponíveis sobre os investimentos das empresas em estoque de capital, tampouco também existem informações sobre a acumulação interna ou sobre os recursos próprios utilizados pelas empresas para financiar a ampliação de seu estoque de capital, procurou-se utilizar variáveis que aproximassem bastante dos conceitos de investimento em capital fixo e da acumulação interna de recursos. Desse modo, o aumento ocorrido no Ativo Permanente das empresas durante o exercício permite captar, de forma bastante aproximada, os esforços realizados na expansão dos seus estoques de capital fixo. Assim também, o conjunto de

empresas de um determinado setor permite captar o comportamento agregado das empresas e também do setor produtivo no que diz respeito à capacidade média geral do setor em expandir seus capitais produtivos através dos recursos que acumulam com as atividades produtivas que desenvolvem. De outra parte, a variável que talvez expresse melhor os recursos internos das empresas que estão disponíveis para financiar aquela expansão do estoque de capital seria o lucro operacional retido e não distribuído, e que tenha sido mantido em reservas internas, mais as reservas para depreciação, ou seja, a acumulação interna, como estabelece KALECKI (1982). Entretanto, como não há informações disponíveis que possam expressar a acumulação interna da firma, optou-se por considerar o lucro ou prejuízo operacional líquido enquanto variável que expresse a capacidade das firmas de financiar investimentos a partir dos recursos próprios disponíveis. A partir dessas concepções, estruturou-se um modelo econométrico em que o aumento ocorrido no Ativo Permanente das empresas em um dado período é confrontada com os lucros ou prejuízos operacionais líquidos obtidos por elas decorrentes de suas atividades produtivas.

Como o lucro operacional líquido constitui de fato uma das fontes de financiamento do investimento – senão a principal, conforme FILARDO (1980) e WOOD (1980) – espera-se que esta variável esteja correlacionada de forma positiva com o aumento do Ativo Permanente gerando, dessa forma, coeficientes positivos. Além disso, e diante de toda argumentação desenvolvida ao longo deste trabalho, pressupõe-se que as empresas do setor cimento apresentem uma sensibilidade do Ativo Permanente aos lucros ou prejuízos operacionais líquidos – portanto, um coeficiente angular e uma elasticidade arco do lucro líquido – maior que as empresas pertencentes ao setor têxtil em decorrência destas apresentarem menor capacidade de geração e acumulação de recursos através de suas próprias atividades produtivas, fato este relacionado à maior capacidade destas influírem discricionariamente no mercado. Como os investimentos em capitais fixos realizados pelas empresas constituem um fluxo, devemos analisar a relação entre o incremento ocorrido no Ativo Permanente e os lucros ou prejuízos operacionais líquidos ao longo de um determinado período.

Como os dados estão estruturados para um conjunto de empresas de um determinado setor produtivo e para um período de tempo, os mesmos foram rodados através de modelo painel. Isso implicou a necessidade da organização das informações referentes ao Ativo Permanente e ao lucro ou prejuízo operacional líquido para cada uma das empresas do setor e, em seqüência, o empilhamento das mesmas para todos os anos do período. Esse procedimento foi realizado tanto para as empresas do setor cimento quanto do setor têxtil para o conjunto das empresas ranqueadas pela fonte de informação constituída pela Revistas Balanço Anual da Gazeta Mercantil, no período de 1994 a 1999, conforme será detalhado nas seções seguintes.

4.2.2 O modelo.

Um modelo que permite expressar a capacidade das firmas de gerar recursos internos, que possam ser destinados ao financiamento dos seus investimentos, deve relacionar o investimento à acumulação interna. Dadas as restrições, conforme acima

apontadas, sobre a existência de dados que possibilitasse a estruturação de modelo capaz de expressar relações destas variáveis, isso implicou a necessidade de se buscar *proxies* capazes de expressar tal relação e também possibilitar avaliar a capacidade de autofinanciamento das empresas e, mais que isso, permitir a comparação da capacidade de autofinanciamento entre setores produtivos distintos, tendo em vista o objetivo de o presente trabalho é argumentar no sentido de que a hipótese de que setores mais concentrados apresentam maior capacidade de autofinanciamento é verdadeira.

Entretanto, como as tabelas sínteses, cujos procedimentos de levantamento e construção serão detalhados a seguir, são compostas por um conjunto de empresas e para um determinado período de tempo, isso implicou a necessidade de utilização de modelo painel que conjugue e combine análise de dados de corte transversal (número de empresas em cada setor estudado) associada a análise de dados de série temporal (período de 1994 a 1999).

Com base nesses objetivos e nos esclarecimentos apresentados acima, tomou-se como *proxy* do investimento em expansão da capacidade produtiva das empresas o aumento ocorrido no Ativo Permanente no ano de exercício e como *proxy* da acumulação interna, ou dos recursos próprios acumulados a partir das atividades produtivas, o lucro ou prejuízo operacional líquido. Assim, o modelo pode ser estruturado como:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

em que Y_{it} é variável *proxy* do investimento da empresa i no período t ;

X_{it-1} é *proxy* da acumulação interna da empresa i no período $t-1$,

α e β são coeficientes – intercepto e declividade angular da reta ajustada e

ε_{it} é o erro aleatório.

Por suposto, como os lucros constituem uma das fontes de financiamento capazes de expandir o estoque de capital fixo das firmas, espera-se que β , que corresponde à declividade da reta ajustada aos dados observados e por isso representa a sensibilidade da variação do estoque de capital fixo das empresas às variações ocorridas nos recursos próprios acumulados, tenha sinal positivo; ou seja, o Ativo Permanente seja positivamente correlacionada com os lucros ou prejuízos. De forma alternativa, caso as empresas tenha obtido prejuízos em um determinado ano, não necessariamente implicará a diminuição do Ativo Permanente.

De acordo com as discussões teóricas, e conforme percepção intuitiva, sabemos que o investimento responde às alterações nos lucros defasados; portanto, deve ser analisado defasadamente com o lucro ou recursos internos. Isso decorre do fato de que a realização do investimento pressupõe recursos já acumulados e retidos pelas firmas, o que quer dizer que os lucros ou prejuízos obtidos em um determinado ano deverão impactar o Ativo Permanente no ano seguinte. Isto pode ser reforçado pelo argumento de que as empresas necessitam avaliar quais são as suas disponibilidades para se lançarem

em projetos que envolvam dispêndios de recursos. As disponibilidades de gastos só poderão ser constatadas após as firmas terem avaliado seus resultados no Balanço Patrimonial e nos Demonstrativos de Resultados Financeiros que são geralmente publicados nos finais do ano civil.¹⁰⁵

Como estamos tentando identificar a capacidade das firmas financiarem investimentos a partir de recursos próprios (autofinanciamento), a causalidade entre as variáveis do modelo é posta pelos lucros ou prejuízo operacional, defasado em um período, determinando o Ativo Permanente. Ou seja, o Ativo Permanente ($PERMit$) da empresa i no ano t constitui a variável explicada ou dependente e o lucro ou prejuízo operacional líquido defasado ($LL_{i,t-1}$) a variável explicativa ou independente. Assim, de forma mais específica, o modelo é expresso como:

$$PERMit = \alpha + \beta LL_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

em que $PERMit$ evidencia o aumento ocorrido no Ativo Permanente para cada empresa i no período no ano de exercício;

$LL_{i,t-1}$ é o lucro ou prejuízo operacional líquido obtido pela empresas i , com um período de defasagem,

α e β são os coeficientes,

$i = 1, 2, \dots, n$, configura o número de observações através do corte transversal, ou seja, o número de empresas em cada setor em todos os anos do período e,

$t = 1, 2, \dots, n$, configura o número de observações no tempo compreendido pelo período de 1994 a 1999.

O período em análise justifica-se em função de algumas razões. A primeira decorre de limitações postas pela fonte de informação Balanço Anual da Gazeta Mercantil que passou a publicar informações sobre as variáveis apenas a partir de 1992, aspecto este melhor discutido na seção seguinte. A segunda razão decorre das mudanças ocorridas na economia brasileira ao longo dos anos 90, com destaque para as aberturas comercial, no início desta década, e financeira associada à intensificação do processo de liberalização financeira a partir da metade dos anos 90.¹⁰⁶ Associado a estas mudanças também podemos destacar a implantação, em julho de 1994, do Plano Real que implicou alterações profundas na moeda correntes nacional, entre elas a mudança no quadro comportamental dos níveis de preços na economia brasileira. Essas mudanças impactaram fortemente o comportamento concorrencial das empresas brasileiras, mas, fundamentalmente, e até em decorrência das mudanças ocorridas no comportamento

¹⁰⁵ Conforme destaca a revista Balanço anual da Gazeta Mercantil, considerada como única fonte de informação dos dados estatísticos para o presente trabalho, a maioria das empresas listadas no *rank* realizam seus Demonstrativos de Resultados Financeiros e seu Balanços Patrimoniais no final do ano civil.

¹⁰⁶ A abertura financeira está relacionada com a liberalização da conta de capital do Balanço de Pagamento, permitindo um maior fluxo de capitais estrangeiros para o mercado interno e de capitais nacionais para os mercados financeiros no exterior. A liberalização financeira, por sua vez, refere-se à eliminação de restrições e repressões que são postas sobre o mercado financeiro interno tendo como requisitos básicos eliminação dos tradicionais mecanismos de direcionamento do crédito, prazos mínimos de permanência no país e a fixação de taxas de juros de forma arbitrária e não pelo mercado de crédito.

concorrencial, implicaram alterações profundas no comportamento delas financiar seus investimentos a partir dos recursos próprios. Entretanto, para tornar possível a constatação e a comparação de diferenças nas capacidades das empresas dos dois setores produtivos é necessário o levantamento e o tratamento dos dados, cujos aspectos metodológicos serão apresentados na seção seguinte.

4.3 Aspectos metodológicos.

Nesta seção faremos apresentação dos passos e processos metodológicos relativos ao levantamento e tratamento dos dados. O objetivo é esclarecer os procedimentos metodológicos implementados de forma a preparar as informações brutas, conforme apresentadas pela fonte de informação revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil, em dados passíveis de serem manipulados e rodados segundo modelo econométrico de painel através de pacote estatístico.

4.3.1 Levantamento dos dados.

As informações referentes ao aumento ocorrido no Ativo Permanente e ao lucro ou prejuízo operacional líquido das empresas pertencentes aos setores objeto de análise do presente estudo foram levantadas junto à revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil. Esta fonte traz informação sobre Demonstrativos de Resultados Financeiros, Balanço Patrimonial e indicadores econômico-financeiros para um grande número de empresas para 43 setores e sub-setores produtivos brasileiros, sendo que as empresas de cada setor são ranqueadas através da receita operacional líquida obtida no exercício de cada ano. A partir das informações publicadas nos Demonstrativos Financeiros e nos Balanços Patrimoniais, obtém-se um número significativo e representativo de empresas para cada um dos setores de atividades permitindo um corte analítico sobre o comportamento da expansão dos recursos permanentes, da capacidade produtiva e do lucro ou prejuízo operacional líquido ao longo de um determinado período.

Em cada setor temos um número representativo e significativo de empresas para cada ano do período em análise que nos permite afirmar que ele expressa, em certo sentido está correlacionado, com o grau de concentração do mercado em cada setor conforme podemos constatar através da tabela 4.1 abaixo indicada.

Constam do *rank* empresas de sociedade anônima, que por lei são obrigadas a divulgarem seus Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultados Financeiros, e empresas de capital fechado que, embora não sendo obrigadas à publicação de seus resultados, submeteram-os a apreciação da revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil. Como consequência, conforme destaca a própria fonte de informação, pode não constar do *rank* empresas conhecidas que, apesar de reiterados convites, não enviaram seus balanços patrimoniais para análise. Outras empresas também não submeteram seus Balanços Patrimoniais para análise e, portanto, também não constam do *rank*, em razão de ainda não terem concluído os mesmos até o momento do fechamento da publicação. Dessa forma, podemos constatar que a amostra de empresas em cada setor pode ser

composta por firmas de tamanhos variados, conforme podemos constatar pelo desvio-padrão do número de observações de empresas para cada setor em cada ano, conforme a tabela 4.1 abaixo indicada, sendo ou não de capital aberto, configurando uma situação mais favorável do ponto de vista de uma amostra não viesada pela presença apenas de empresas de capital aberto ou de empresas grande porte. Entretanto, não é possível estabelecer, e nem foi este o objetivo do presente trabalho, análise sobre a configuração setorial ou sobre o quadro percentual de empresas segundo os tamanhos relativos em pequenas, médias e grandes em cada um dos setores.¹⁰⁷

Tabela 4.1 - Número de empresas ranqueadas, 1994/99.

Anos	Cimento	Têxtil
1994	34	226
1995	36	232
1996	34	234
1997	28	174
1998	20	128
1999	20	117
Total	172	1.111
Média	28,67	185,17
Desvio-padrão	7,23	53,45
Coef. de variação (%)*	396,5	346,4

Fonte: Elaboração própria a partir das informações da Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil - vários números.

Nota *: Coeficiente de variação dado pela razão entre a média e o desvio-padrão. Mostra, em termos percentuais, o quanto a média varia em relação ao desvio-padrão.

O desvio-padrão mostra a variação das observações em torno da média. Como podemos perceber, essa variação foi muito menor no setor cimento comparativamente ao setor têxtil evidenciando que no setor têxtil houve um comportamento mais acentuado de entradas e saídas de empresas no *rank* em cada ano. No setor cimento, entretanto, houve um comportamento menos acentuado de alternância das empresas de um ano para outro ao longo do período. Esse comportamento nos dois setores, podemos afirmar, está relacionado com o tamanho relativo das empresas. Setores onde empresas são de grande porte e apresentam tamanhos relativos semelhantes, e que são constituídos por um número relativamente menor de firmas, como é o caso do setor cimento, ocorre uma maior constância dos registros das mesmas ano após ano. O contrário ocorre no setor têxtil onde convivem empresas de tamanhos relativos mais variados, sendo também composto por um número relativamente maior de firmas. Neste caso, há uma maior entrada e saída de empresas no *rank*, resultando em um desvio-padrão significativamente maior, o que é evidenciado na tabela acima. Contudo, é preciso destacar que esta análise

¹⁰⁷ Fica como sugestão para futuras pesquisas analisar se internamente ao setor há diferenças em termos da capacidade de financiamento do investimento das grandes em relação às pequenas e, se existe diferenças significativas nesta capacidade, quais os fatores que permitem as pequenas, mesmo sendo ou não capazes de financiar investimentos através de recursos próprios, permanecerem em atividade no setor, realizar investimento e financiá-lo.

talvez não seja a mais correta, tendo em vista que o menor grau de permanência das empresas nos *ranks* ano após ano e, portanto, a maior variação de empresas nos *ranks* ano após ano, possa estar relacionada com a possibilidade de um maior conjunto de empresas do setor têxtil não ter enviado seus Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultados Financeiros para apreciação da revista Balanço Anual, hipótese esta considerada pouco plausível, apesar de não confirmada de fato.

O período de análise foi restringido aos anos de 1994 a 1999 em função de: i) mudanças realizadas pela fonte de informação que efetuou alterações nas informações publicadas, ii) de alterações na moeda em virtude da implantação do Plano Real, iii) da existência de processos inflacionários intensos anteriores a 1994 que poderia trazer conseqüências do ponto de vista da correção monetária dos dados, iv) e de mudanças econômicas advindas da abertura comercial e financeira ocorrida ao longo da década de 90 e, v) da intensificação do processo de liberalização financeira ocorrida na economia brasileira¹⁰⁸ que implicaram no aumento do grau de internacionalização dos mercados financeiros brasileiros. Tais transformações impactaram sobremaneira a capacidade das empresas de financiar seus investimentos através dos fluxos de capitais estrangeiros e através da possibilidade de colocação de títulos privados nos mercados financeiros e de capitais internacionais, conforme analisado o capítulo 3.

Estas novas possibilidades de captação de recursos estão relacionadas, de modo geral, com a capacidade das empresas financiarem seus investimentos através de fontes próprias, pois novas fontes implicam, de um lado, diminuir as pressões sobre as fontes internas para as empresas que tem acesso somente a elas, diminuindo assim pressões sobre preços e margens de lucros capazes de proporcionar rentabilidade suficiente aos novos projetos de investimento e, de outro, na medida em que algumas empresas passam a captar recursos de fontes estrangeiras, isso causa efeito sobre a concorrência pelos recursos que outras podem alavancar nos mercados de capitais internos, diminuindo assim as dificuldades das empresas que não têm acesso aos mercados estrangeiros em captar recursos financeiros nos mercados domésticos; ou seja, menor pressão sobre as fontes internas de financiamento possibilita às empresas que não têm acesso à captação de recursos nos mercados financeiros e de capitais estrangeiros, maiores oportunidades de alavancar recursos nos mercados financeiros e de capitais domésticos. O destaque aqui deve ser dado ao fato de que talvez uma maior facilidade e possibilidade de captação de recursos tanto pelas empresas que têm acesso aos mercados financeiros externos, quanto para aquelas que passam a ter maior facilidade de captação nos mercados financeiros domésticos devido à menor demanda por esses recursos, pode significar menor pressão sobre as fontes internas de recursos (acumulação interna, preços e margens de lucros), o que levaria as empresas a diminuírem suas dependências sobre seus recursos próprios no financiamento de seus investimentos por relaxarem as pressões sobre suas margens de lucro e de rentabilidade. Ou seja, significa que as empresas não necessariamente precisam

¹⁰⁸ A liberalização dos mercados financeiros brasileiros ocorreu sob pressões impostas por organismos multilaterais internacionais como, por exemplo, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, a partir das recomendações que configuraram o que ficou denominado como Consenso de Washington no final da década de 80. O Brasil que, por circunstância das crises econômicas vivenciadas nos anos 80 e 90, sempre foi dependente de provisões financeiras destas instituições, foi pressionado a liberalizar seus mercados financeiros domésticos a partir do final dos anos 80 e início dos anos 90.

elevar seus preços e margens de lucros de forma a alavancar os recursos requeridos pelos investimentos. Isso deve rebater, finalmente, nos níveis de competição intra e inter-indústria.¹⁰⁹ Isso, entretanto, não pode ser evidenciado pelos dados estatísticos levantados, e a análise deste fenômeno requer o aprofundamento das informações estatísticas.

Essas razões, portanto, estabeleceram o limite do corte temporal da análise. Não obstante isto, o *rank* constitui uma amostra significativa e representativa da configuração empresarial dos setores cimento e têxtil da economia brasileira durante o período de 1994 a 1999. Como é composto também por empresas de capital fechado, torna-se uma amostra significativa em virtude de não apresentar vieses que poderiam ocorrer nos resultados alcançados se nos *ranks* constassem apenas empresas de capital aberto, ou apenas empresas de capital fechado ou, ainda, apenas empresas de grande ou de pequeno porte. A ampliação da amostra com a consideração de empresas de tamanhos variados, apesar de ser importante do ponto de vista de mostrar a heterogeneidade estrutural de cada setor, implica, entretanto, um complicador relacionado à possibilidade de existência de heterocedasticidade na amostra.¹¹⁰ Isso é potencialmente ainda maior para o caso do setor têxtil em que a diversidade de tamanho é mais ampla. Contudo, argumentamos ser necessária a inclusão de pequenas e médias empresas, ampliando a variabilidade de tamanho das empresas que compõem cada setor, pois se caso não fosse esse o procedimento metodológico, as diferenças em termos da capacidade de financiar investimento dos dois setores poderia não ser evidenciada pelos resultados do modelo e os mesmos poderiam ser viesados por uma amostra pequena composta por apenas grandes empresas. Isto também afetaria a análise comparativa setorial em termos da análise da existência ou não de capacidade diferenciada das empresas dos dois setores considerados de financiar investimentos a partir de recursos próprios.

De forma mais específica, a publicação Balanço Anual da Gazeta Mercantil começou a divulgar informações sobre a Aquisição do Permanente a partir de 1992. Esta informação refere-se, segundo a fonte indicada, às “aquisições em investimento e imobilizado no exercício” (Balanço Anual, 1994/95, p. 78), constituindo-se, portanto, em uma variável que expressa a capacidade das empresas de efetuarem a expansão e/ou ampliação de suas capacidades produtivas durante o exercício. Em 1997 houve alteração das informações publicadas, em que se deixou de publicar a informação Aquisição do Permanente e passou-se a publicar o valor do Permanente declarado pelas empresas em seus respectivos Balanços Patrimoniais como também passou-se a publicar a variação

¹⁰⁹ Outra pista de investigação que pode ser sugerida dessa discussão é analisar o quanto a facilidade ou dificuldade de alavancar recursos nos mercados financeiros e de capitais em outros países ou mesmo internamente, seja através do mercado de crédito ou do mercado de títulos, impacta os níveis de preços praticados pelas empresas. Espera-se que uma maior facilidade de alavancar recursos nos mercados externos provoque redução nas pressões das empresas em elevar preços e margens de lucros como forma de garantir os recursos necessários ao financiamento do investimento. De outro modo, uma dificuldade maior em alavancar recursos de terceiros para o financiamento dos investimentos leva as empresas a terem que estabelecer uma pressão maior sobre os preços e as margens de lucros de forma a obter rentabilidade suficiente à requerida pelos projetos de investimentos em execução.

¹¹⁰ No modelo econométrico, o erro aleatório considerado será relativamente maior para as empresas de maior tamanho, sobretudo para o caso do setor têxtil em que há uma diversidade maior de tamanhos das firmas consideradas. Isso poderá resultar na presença de heterocedasticidade que significa que o erro aleatório tem influência sobre a variável dependente do modelo.

percentual do Permanente que se refere, segundo a fonte de informação, à “variação nominal deste em relação ao exercício anterior”. Essas informações permitem logicamente determinar o aumento ocorrido no Ativo Permanente das empresas de um ano para outro para o período de 1997 a 1999. Esse procedimento metodológico permitiu completar e montar a série histórica dos dados para as empresas dos dois setores para o período de 1994 a 1999.

Quanto às informações referentes ao lucro ou prejuízo operacional líquido, estas correspondem ao lucro ou prejuízo obtido pelas empresas dos respectivos setores em análise “após o Imposto de Renda (**menos**) participações e contribuições dos empregados, administradores e beneficiários” (Balanço Anual, 1994/95, p. 78, grifo do autor), ou, com as alterações instituídas pela fonte de informação e 1997, representam o “valor declarado na Demonstração do Resultado após a reversão dos juros sobre o Capital Próprio” (Balanço Anual, 1998, p. 100). Estas variáveis constituem, portanto, *proxies* dos recursos que as empresas ranqueadas têm à sua disposição para efetuar o financiamento do investimento a partir dos recursos internos e da base de suas atividades produtivas.

Além do acima exposto, deve-se destacar também uma diferença significativa no comportamento das empresas em cada um dos setores analisados. No setor cimento, constata-se uma maior constância e permanência das empresas no *rank* ano após ano. Existe certo grau de regularidade da permanência das mesmas no *rank* de um ano para outro assim como também existe uma maior estabilidade no posicionamento das empresas no *rank*. Isso deve estar correlacionado à solidez financeiras das mesmas, algo que também não pode ser comprovado pela análise dos dados estatísticos sem um aprofundamento dos mesmos. No setor têxtil, ao contrário, percebe-se uma maior volatilidade no conjunto de empresas que compõem os *rank*s anos após ano, assim como também uma maior volatilidade na posição ocupada por elas de um ano para outro. Estas características singulares podem estar correlacionadas também às características do comportamento e do processo concorrencial em cada setor, sendo reflexo dos níveis de concentração dos mesmos. Como destaca a literatura econômica, setores produtivos sob efeitos de mecanismos concorrenciais mais intensos, como é o caso do setor têxtil, tendem a apresentar comportamento mais volátil em termos da entrada e saída de novos concorrentes no mercado *vis-à-vis* setores mais concentrados. Estes tendem a apresentar uma menor volatilidade no quadro de composição das empresas, conforme ficou evidenciado através das análises teóricas destacadas no capítulo 2 do presente trabalho.

4.3.2 Tratamento dos dados.

Como o *rank* das empresas de cada setor é estruturado a partir do valor das receitas operacionais líquidas das empresas, ocorrem alterações no número de empresas que o compõem, na relação delas e na sua posição no *rank* ao longo do tempo.¹¹¹ Dessa

¹¹¹ As empresas encontram-se referenciadas pelo nome mais conhecido. Para a obtenção da razão social das mesmas, recomenda-se as referências da fonte de informação utilizada: Balanço Anual da Gazeta Mercantil, durante o período analisado.

forma, realizou-se tratamento dos dados originais, descritos na tabela abaixo, de forma a permitir a construção de tabelas sínteses que possibilitassem rodar os dados através de modelo Painel para o conjunto de firma de cada setor, confrontando o Ativo Permanente em relação ao lucro ou prejuízo operacional líquido segundo cada empresa, anos do período e setores em análise. Isso permitirá a obtenção de indicadores de sensibilidade do Ativo Permanente em relação ao lucro ou prejuízo líquido, tornando possível a comparação dos níveis de sensibilidade entre os setores. Uma vez os dados organizados em tabelas sínteses, cujas entradas foram estruturadas por empresa e por ano do período em análise, rodou-se o modelo apresentado na seção anterior para cada setor.

O primeiro tratamento conferido às informações observadas deu-se com a exclusão das empresas que não apresentaram constância nos *ranks* ano após anos. Era fundamental para o modelo que as empresas estivessem relacionadas nos *ranks* da fonte de informações em todos os anos. Isso implicou em uma redução significativa do número de empresas tanto no setor cimento quanto no setor têxtil, mas fundamentalmente neste último em função da heterogeneidade de tamanhos de empresas e das características deste setor. Entre 1994 e 1999, conforme pode ser visto através da tabela 4.2 abaixo indicada, das 51 empresas que apareceram nos *ranks* da revista Balanço Anual no setor cimento, apenas nove mantiveram permanência regular de seus registros em todos os anos do período. No setor têxtil, das 360 empresas ranqueadas, apenas 63 mantiveram seus registros em todos os anos.

Tabela 4.2 – Número de empresas ranqueadas que mantiveram permanência nos *ranks* em todos os anos, por setor de atividade, no período 1994 – 1999.

Setor	Ranqueadas	Nº. Observações	Permanência nos <i>ranks</i>	Nº. Observações
Cimento	51	172	9	54
Têxtil	360	1.111	63	386

Fonte: Elaboração própria a partir das informações da Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil – Vários números.

Deve ser destacado ainda que muitas empresas, apesar de manterem regularidade em sua permanência nos *ranks* todos os anos, não apresentaram informações sobre o Ativo Permanente ou sobre lucros e prejuízos operacionais líquidos para alguns anos do período em análise. Isso implicou a exclusão dessas informações nas tabelas sínteses de cada setor. A importância de sua permanência no *rank* em todos os anos também decore do fato de que no modelo estamos considerando a variável explicativa, no caso o lucro ou prejuízo operacional líquido, com um período de defasagem. Dessa forma, caso não houvesse observações sobre o Ativo Permanente ou sobre lucros ou prejuízos operacionais em algum ano, isso dificultava a operacionalização dos dados para rodar o modelo com defasagem de um período na variável explicativa (lucros ou prejuízos operacionais líquidos). Isso implicou na redução dos números de observações que compõem as amostras nos dois setores, totalizando o quadro de empresas e observações para cada setor que compõem as tabelas sínteses.

Em decorrência de algumas empresas não enviarem informações completas sobre seus Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultados Financeiros para a fonte de informação Balanço Anual da Gazeta Mercantil, não existe informações completas sobre as alterações ocorridas no Ativo Permanente, no ano de exercício, e lucros ou prejuízos operacionais líquidos, mesmo para aquelas empresas que mantiveram sua permanência nos *ranks* em todos os anos do período. Isso implicou também a exclusão das observações para esses anos daquelas empresas específicas, resultando, no caso do setor têxtil, em um número de 298 observações para 63 empresas e, no caso do setor cimento, em 45 observações para 9 empresas, conforme mostra a tabela 4.3 abaixo. Se todas as empresas tivessem enviado informações completas sobre seus Balanços Patrimoniais e Resultados Financeiros todos os anos teríamos o equivalente 54 e 378 observações para os setores cimento e têxtil, respectivamente.

Tabela 4.3 – Número de empresas e de observações por setor de atividade no período 1994 – 1999.

Setor	Quant. Empresas	Quant. Observações
Cimento	9	45
Têxtil	63	298

Fonte: Elaboração própria a partir das informações da Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil – Vários números.

Como em 1997 a revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil alterou as informações publicadas, deixando de publicar a Aquisição do Permanente no exercício passando a publicar o Permanente no exercício corrente e sua variação percentual em relação ao exercício anterior, procedeu-se o cálculo do incremento do Ativo Permanente ocorrida de um ano para outro, o que, em linhas gerais, corresponde à observação da “Aquisição do Permanente no exercício” publicada pela revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil até 1996, completando assim o quadro de observações para os anos de 1997 a 1999.¹¹² Dessa forma, pôde-se efetuar a análise da evolução do Permanente ao longo de todo o período de 1994 a 1999.

Adicionalmente, as informações sobre a Aquisição do Permanente, o Permanente e o lucro ou prejuízo operacional líquido das empresas ranqueadas estão em milhares de Reais e, por isso, realizou-se a correção monetária dos dados através das transformações de valores nominais em valores reais por um índice de variação de preços de base ampla, centrado, apurado para o fim de período, com periodicidade anual, como o IGP-DI da FGV, conforme indicado na tabela abaixo. Os dados observados foram transformados a

¹¹² Especificamente, como a Balanço Anual da Gazeta Mercantil traz a informação de que em um determinado ano o valor do Ativo Permanente declarado no Balanço Patrimonial de uma determinada empresa é de R\$ 422.400,0 mil, e que o valor do Ativo Permanente naquele ano variou em 2,5% em relação ao ano anterior, subentende-se que esta variação está inclusa no valor do Ativo Permanente declarado, sendo possível, dessa forma, calcular o valor efetivo da variação do Permanente neste ano para a devida empresa através de simples operações aritméticas. Assim, a variação do Ativo Permanente é dada por: R\$ 422.400,0 – (R\$ 422.400,0/1,025) = R\$ 10.302,44. Este representa uma variação de 2,5% sobre o valor do Ativo Permanente do ano anterior, que por sua vez é igual a R\$ 412.097,56 mil.

preços constantes de 1999, escolhido como ano base por ser o ano final do período, conforme tabela acima indicada.

Tabela 4.4 - Índice geral de preços - IGP-DI / 1994-99.

Anos	IGP-DI (%)	Taxa anual de inflação (%)
1994	108,05	8,05
1995	124,29	15,02
1996	135,75	9,22
1997	145,40	7,11
1998	148,07	1,84
1999	177,55	19,90

Fonte: IBGE - Ipeadata (disponível em www.ipeadata.gov.br).

Obs.: IGP-DI, geral, centrado, de final de período, variação percentual, agosto de 1994 = 100.

Com base no modelo acima descrito e nas observações levantadas e tratadas segundo os procedimentos metodológicos descritos nesta seção, serão apresentados a seguir os principais resultados alcançados pela pesquisa realizada para constatar a existência de diferenças nas capacidades das empresas dos setores de cimento e têxtil em financiar os aumentos ocorridos em seus Ativos Permanentes com lucros ou prejuízos operacionais.

4.4 Análise dos resultados.

4.4.1 Estrutura formal do modelo.

Como a teoria econométrica destaca, modelos de dados em painel, que combinam análise de dados transversais e de série temporal, geralmente requerem a introdução de variáveis *dummies*.¹¹³ Estas têm a função de considerar diferenças de nível relativas às observações. Como as empresas que compõem o setor têxtil são muito heterogêneas em termos dos tamanhos, como acima indicado, o que implica em diferenças significativas nos níveis dos dados observados entre as empresas, fez-se necessário a introdução de variáveis *dummies* e a realização de teste que auxiliasse a escolha do modelo mais adequado a ser utilizado para cada um dos setores em análise. Neste sentido os dados foram rodados inicialmente através de modelos com variáveis *dummies* incluídas; posteriormente foi realizado teste de Wald com objetivo de avaliar os níveis de

¹¹³ Conforme destacam PINDYCK e RUBINFELD (2004), a dificuldade de estimar dados em painel através do método de mínimos quadrados ordinários - MQO - "é que a pressuposição de intercepto e inclinação constantes pode não ser razoável. A generalização óbvia é introduzir variáveis binárias [dummies] que permitam ao termo de intercepto variar ao longo do tempo e das unidades em corte transversal" (p. 290). Adicionalmente, "caso as inclinações também variem, cada regressão separada com dados em corte transversal implicaria um modelo diferente e seria inadequado combinar dados em corte transversal e séries temporais" (p. 290).

significância das mesmas e, portanto, a importância de sua contribuição para a melhoria do modelo.¹¹⁴

Os testes, conforme podem ser vistos através das tabelas 4.5 e 4.6 abaixo, indicaram que para o setor cimento as *dummies* não são estatisticamente significantes, enquanto que para o setor têxtil elas foram consideradas significantes.¹¹⁵ Isso está em acordo com a questão acima discutida sobre a variabilidade de tamanhos das empresas nos dois setores. Como no setor cimento as empresas são relativamente grandes e apresentam tamanhos relativos semelhantes ou não tão díspares, o teste de Wald indicou que os dados poderiam ser rodados sem a inclusão de variáveis *dummies*, ou seja, em linha. Portanto, supõe-se que os resultados das variáveis *dummies* estejam relacionados com o fato de que neste setor as empresas apresentam níveis de tamanhos similares. Já o setor têxtil, talvez pelo fato de ser composto por empresas com variabilidade mais ampla de tamanhos, o teste de Wald indicou que o modelo mais adequado seria aquele que deveria incorporar variáveis *dummies* para cada uma das empresas. Contudo, deve-se ressaltar que a inclusão de variáveis *dummies* no modelo não implica alteração na inclinação da reta ajustada pelo modelo, inclinação esta que destaca a sensibilidade das alterações ocorridas no Ativo Permanente em função de alterações observadas no lucro ou prejuízo operacional líquido das empresas. Se a inclusão de variáveis *dummies* implicasse alterações na declividade da reta ajustada e, portanto, na sensibilidade da variável Ativo Permanente em relação ao lucro ou prejuízo operacional líquido, a comparação das capacidades de autofinanciamento entre os dois setores não poderia ser realizada. Como as *dummies* não alteram a inclinação da reta – ou segmentos de retas – estimada ajustada aos dados observados, é possível compararmos as sensibilidades dos Ativos Permanente em relação à alternância dos lucros ou prejuízos operacionais líquidos entre os dois setores (Os resultados dos testes de Wald, para a significância dos coeficientes de cada uma das variáveis *dummies* incluídas nos modelos, poderão ser vistos nas Tabelas 4.C1 e 4.C2, nos anexos).

Conforme podemos constatar, as estatísticas de distribuição Qui-quadrado (λ^2) e F, que mostram as significâncias das variáveis *dummies*, mostram que os coeficientes estimados das variáveis *dummies*, para o setor cimento, não são estatisticamente diferentes de zero. Os resultados evidenciam que no setor cimento os coeficientes só são estatisticamente significantes ao nível dado pela distribuição das estatísticas Qui-

¹¹⁴ O teste de Wald tem a função de avaliar a significância dos parâmetros das variáveis explicativas com o objetivo de identificar se os mesmos são estatisticamente significantes, mostrando, portanto, se a variável explicativa, no caso as *dummies*, contribuem para a melhoria do modelo econométrico. Segundo PINDYCK e RUBINFELD (2004), “quando os modelos são lineares, é fácil aplicar o teste de Wald porque os modelos restrito e irrestrito podem ser estimados de forma imediata”. Contudo, quando estão envolvidos modelos mais gerais, outros testes, como o multiplicador de Lagrange, “pode ser uma alternativa mais atraente porque se apóia diretamente apenas na estimação do modelo restrito” (p. 326). Ainda segundo os autores, “a estatística do teste [de Wald] segue uma distribuição qui-quadrado, com o número de graus de liberdade igual ao número de restrições” (p. 325).

¹¹⁵ O teste de Wald confronta-se a hipótese H_0 de que o coeficiente estimado de cada uma das variáveis *dummies* incluídas no modelo é estatisticamente igual (diferente de) a zero, ou seja, $H_0 \Rightarrow \beta_2 = 0, \beta_3 = 0, \dots, \beta_n = 0$, em que n configura o número de empresas em cada setor e, portanto, de coeficientes de *dummies*, contra a hipótese alternativa de que eles não sejam significativamente diferentes de zero. As estatísticas do teste de Wald seguem uma distribuição Qui-quadrado (λ^2) e F. Para uma análise das estatísticas de cada uma das variáveis *dummies*, tanto para o setor cimento, quanto para o setor têxtil, ver Tabelas 4.C1 e 4.C2, nos anexos.

quadrado e F a 75%, enquanto que para o setor têxtil elas apresentam significância ao nível de 1%. Nesse caso, o modelo mais adequado para o setor cimento constitui o modelo sem inclusão de variáveis *dummies*. Já para o setor têxtil podemos perceber que as estatísticas mencionadas são significantes e, portanto, os coeficientes das variáveis *dummies* incluídas não são significativamente diferentes de zero. Isso demonstra que o modelo mais adequado para rodar os dados do setor têxtil é o modelo que inclui variáveis *dummies*.

Os resultados apontados pelos testes de Wald podem ser comprovados pelos resultados do R^2 e R^2 ajustado.¹¹⁶ Para o setor cimento houve um aumento do R^2 , saltando de 0,387 para 0,442, para o modelo com *dummies*, mas uma piora sensível no R^2 ajustado, que reduziu de 0,373 para 0,298, em virtude da perda de graus de liberdade com a inclusão das mesmas. Para o setor têxtil, entretanto, houve uma melhora tanto no R^2 quanto no R^2 ajustado com a inclusão de *dummies* no modelo. O primeiro salta de 0,139 para 0,369, enquanto que o segundo salta de 0,137 para 0,199. Diferentemente do setor cimento, o setor têxtil tem um ganho de eficiência com o modelo que inclui variáveis *dummies* que fica evidenciado pela melhora significativa do R^2 ajustado, ainda que em pequena magnitude.

Dessa forma, para o setor cimento, os dados foram rodados segundo o modelo

$$PERM_{it} = \alpha + \beta LL_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

enquanto que para o setor têxtil os mesmos foram rodados segundo o modelo

$$PERM_{it} = \beta LL_{i,t-1} + D1 + D2 + \dots + D63 + \varepsilon_{it}$$

em que $D \{1, 2, \dots, 63\}$ representam as variáveis *dummies* para cada empresa do setor.

Para efeitos comparativos, os resultados e as estatísticas dos modelos **sem** e **com** *dummies*, para cada setor analisado, podem ser vistas nas tabelas 4.5 e 4.6 abaixo indicadas.

4.4.2 Resultados do modelo.

Os resultados das tabelas 4.5 e 4.6, acima indicadas, mostram que os coeficientes estimados da variável lucro ou prejuízo operacional líquido defasado em um período são estatisticamente significantes ao nível de 10% para o setor cimento e ao nível de 1% para o setor têxtil. Além disso, podemos perceber também que o lucro ou prejuízo operacio-

¹¹⁶ Conforme destacam PINDYCK e RUBINFELD (2004, p. 325), “no caso especial do modelo de regressão linear”, como é o caso do presente estudo, “o teste de Wald se simplifica para um teste de F”. Entretanto, deve-se deixar claro que o teste de F analisa a significância do conjunto dos coeficientes da equação estimada, enquanto o teste de Wald foi empregado para testar a hipótese H_0 de que cada um dos coeficientes das variáveis *dummies* incluídas no modelo é estatisticamente igual a zero.

Tabela 4.5 – Setor Cimento: resultados comparativos dos modelos sem e com *dummies*.

Modelo sem variáveis <i>dummies</i>			
Variável dependente: $PERM_{it}$		Número de observações: 45	
Variáveis explicativas	Coefficiente	Estatística t	P-valor
C	24523075	1.6519	0.1058
$LL_{i,t-1}$	1.045382	5.2148	0.0000
R^2	0.387	Média Var. dependente	56166097
R^2 ajustado	0.373	Estatística F	27.19436
Estatística D-W	2.349	Probabilidade (Estat. F)	0.000005
Modelo com variáveis <i>dummies</i>			
Variável dependente: $PERM_{it}$		Número de observações: 45	
Variável explicativa	Coefficiente	Estatística t	P-valor
$LL_{i,t-1}$	0.909999	1.5796	0.1232
R^2	0.442	Média variável dependente	56166097
R^2 ajustado	0.298	Estatística D-W	2.561
Teste Wald para a significância dos coeficientes das variáveis <i>dummies</i>			
Testes Estatísticos	Valor	Graus de liberdade	Probabilidade
Estatística F	0.648778	(9, 35)	0.7479
Qui-quadrado	5.839004	9	0.7559

Fonte: Elaboração própria – Resultados da pesquisa, 2007.

Tabela 4.6 – Setor Têxtil: resultados comparativos dos modelos sem e com *dummies*.

Modelo sem variáveis <i>dummies</i>			
Variável dependente: $PERM_{it}$		Número de observações: 298	
Variáveis explicativas	Coefficiente	Estatística t	P-valor
C	4327134.	4.4543	0.0000
$LL_{i,t-1}$	0.378761	6.9278	0.0000
R^2	0.139	Média Var. dependente	4548989.
R^2 ajustado	0.137	Estatística F	47.99517
Estatística D-W	1.967	Probabilidade (Estat. F)	0.000000
Modelo com variáveis <i>dummies</i>			
Variável dependente: $PERM_{it}$		Número de observações: 298	
Variável explicativa	Coefficiente	Estatística t	P-valor
$LL_{i,t-1}$	0.232635	2.8755	0.0044
R^2	0.369	Média variável dependente	4548989
R^2 ajustado	0.199	Estatística D-W	2.532
Teste Wald para significância dos coeficientes das variáveis <i>dummies</i>			
Testes Estatísticos	Valor	Graus de liberdade	Probabilidade
Estatística F	1.715316	(62, 234)	0.0023
Qui-quadrado	106.3496	62	0.0004

Fonte: Elaboração própria – Resultados da pesquisa, 2007.

nal líquido defasado em um período é capaz de explicar alterações ocorridas no Ativo Permanente das empresas em 39% e 37% para ambos os setores respectivamente, para o conjunto das empresas e para o período em destaque, conforme podemos constatar através das estatísticas R^2 . Destaque deve ser dado ao fato de que a inclusão de variáveis *dummies* para o setor têxtil implicou na ocorrência da estatística R^2 ajustado em 20%. Essa diferença decorre da perda de graus de liberdade decorrente do aumento do número de variáveis explicativas no modelo como a inclusão das *dummies*. Para o setor cimento, entretanto, como não houve inclusão de variáveis *dummies*, a estatística R^2 ajustado não sofreu alterações significativas.

A estatística R^2 por si só já evidencia que as empresas do setor cimento foram capazes de financiar, com recursos próprios (lucros ou prejuízos operacionais líquidos), as alterações ocorridas nos seus Ativos Permanentes de forma mais intensa do que as empresas do setor têxtil. Entretanto, o que evidencia a capacidade de autofinanciamento das empresas nos dois setores é a elasticidade da reta ajustada que relaciona o Ativo Permanente aos lucros ou prejuízos operacionais líquidos, ou seja, e a elasticidade do Ativo Permanente em relação ao lucro ou prejuízo operacional líquido, que nada mais é do que a derivada medida no arco da reta ajustada aos dados observados.

Como a literatura econômica demonstra, a elasticidade mostra a variação percentual da uma variável em função de variação de um por cento em outra variável relacionada e dela dependente; portanto, mostra a resposta dada por uma variável em decorrência de alterações em ocorridas em outra da qual sofre influência.¹¹⁷ Esta elasticidade mostra o quanto varia o Ativo Permanente das empresas quando o lucro ou prejuízo operacional líquido variar em 1%. Categoricamente, a elasticidade do Ativo Permanente em função de alterações nos lucros ou prejuízos operacionais líquidos só faria sentido para a unidade empresarial, ou seja, ao nível da firma, não para o setor no qual está envolvido um conjunto de unidades produtivas, com o agravante de o setor têxtil apresentar variabilidade elevada de tamanho relativo das empresas. Neste caso, talvez a forma mais adequada de avaliar a elasticidade do setor seria através da média das elasticidades calculadas para cada uma das empresas individualmente. Entretanto, é possível definir o conceito de elasticidade setorial do autofinanciamento do investimento, com essa elasticidade calculada para o conjunto de todas as empresas de um setor específico.

Conforme vimos ao longo deste trabalho, o financiamento do investimento das empresas está sob influências das condições estruturais e conjunturais decorrentes da política econômica que determinam as condicionantes da liquidez da economia e o custo do capital financeiro dentro da abordagem *finance-funding*. Ter maior ou menor acessibilidade aos mercados de créditos e financeiros depende, por exemplo, da existência

¹¹⁷ De forma mais explícita, a elasticidade de uma variável explicada Y em relação a outra variável explicativa X é definida como:

$$\mathcal{E}_{y,x} = \frac{\partial Y}{\partial X} \frac{\bar{X}}{\bar{Y}}$$

em que \bar{X} e \bar{Y} constituem as médias das variáveis explicativa e explicada, respectivamente.

e do nível de restrições externas e orçamentárias, que implica a necessidade de financiamento do governo, competindo assim com o financiamento bancário, conforme vimos no primeiro capítulo deste trabalho.¹¹⁸ Por outro lado, o financiamento do investimento também está relacionado com a capacidade das empresas gerarem recursos internos, estando isso associado às questões conjunturais e estruturais que determinam o processo concorrencial inter firmas e inter indústrias, conforme demonstrado ao longo do segundo capítulo. Não obstante isso, o financiamento do investimento das empresas também sofre efeitos decorrentes da instituição de um maior ou menor grau de abertura da economia ao comércio exterior e, fundamentalmente, aos fluxos de capitais internacionais proporcionados pela maior abertura financeira, como ocorrido na economia brasileira ao longo da década de 90, conforme visto no capítulo 3.

Como ficou evidente, a abertura financeira implicou a possibilidade das empresas de um determinado setor ter acesso a fontes adicionais de fundos para financiar investimentos. As fontes adicionais proporcionadas pela abertura dos mercados financeiros e de créditos brasileiros decorrem tanto da entrada de capitais estrangeiros no país, impactando a capacidade das empresas emitirem títulos nos mercados domésticos, quanto as decorrentes de empresas nacionais lançarem títulos (*DRs*) nos mercados financeiros e de capitais no exterior. Dessa forma, tanto as condicionantes macroeconômicas, quanto as condicionantes microeconômicas, bem como as condicionantes externas são fatores que influenciam a capacidade das empresas em financiar seus investimentos com recursos gerados e acumulados a partir de suas atividades produtivas. Estes condicionantes são postos, de forma geral, para o conjunto das empresas de um setor específico. Todas as empresas de um determinado setor estão sob influências, por exemplo, de maior ou menor acessibilidade ao crédito que por sua vez está relacionado com o grau de liquidez da economia. Todas estão sob efeitos do grau de concorrência que é instituído no próprio setor. De outra parte, todas também sofrem efeitos diretos ou indiretos da expansão do mercado de títulos privados, interno ou externo, que decorre da maior abertura financeira e da internacionalização dos mercados financeiros.

Neste sentido, diante das argumentações aqui realizadas, podemos definir elasticidade setorial do autofinanciamento do investimento como a respostas em termos das alterações ocorridas nos Ativos Permanentes para o conjunto das empresas de um determinado setor em função das alterações nos lucros ou nos prejuízos operacionais líquidos obtidos pelas mesmas empresas ao longo de um período. Esta elasticidade, como se depreende, está condicionada pelas condições que determinam a capacidade individual do conjunto das empresas em financiar seus investimentos. Esta capacidade individual das empresas em gerar recursos capazes de serem utilizados para financiar seus investimentos está circunscrita pelas condições macroeconômicas que definem as

¹¹⁸ Os impactos do financiamento de um déficit público persistente e elevado são: i) o enxugamento da economia decorrente da emissão, que transforma o governo um competidor por liquidez juntamente com o setor privado e, ii) o impacto do aumento dos custos de captação de recursos no mercado de crédito decorrente da redução da liquidez causada pela emissão de títulos públicos, na direção dos quais os bancos tendem a redirecionar suas carteiras de aplicações, diminuindo assim suas aplicações para títulos de empresas e para o mercado de crédito e ampliando suas aplicações em títulos da dívida pública em função do aumento das taxas de juros pagas por estes títulos.

condições do mercado de crédito e a liquidez da economia, pelas condições que definem e estabelecem a concorrência em cada setor produtivo e pelo grau de abertura comercial e financeira da economia.

A partir das estatísticas descritivas das variáveis dos modelos (ver Tabela 4.D, nos anexos), calculou-se o valor da elasticidade setorial do autofinanciamento do investimento para os dois setores em evidência, ao longo do período de análise, conforme pode ser constatado através da tabela 4.7 abaixo.

Tabela 4.7 – Elasticidade setorial do financiamento do investimento.

Setor	Coefficiente β	\bar{X}/\bar{Y}	Elasticidade
Cimento	1.0454	0,5389	0,5634
Têxtil	0.2326	0,1288	0.0299

Fonte: Elaboração própria – Resultados da pesquisa, 2007.

Conforme fica evidente, o setor cimento não só apresenta um coeficiente (declividade angular) da variável lucro ou prejuízo operacional líquido defasado em um período maior que o setor têxtil, o que por si só já é uma clara evidencia da existência de diferenças significativas na capacidade de financiamento a partir de recursos próprios, como também, e principalmente, apresenta uma elasticidade do autofinanciamento do investimento maior que o setor têxtil. Isso está em acordo com as pressuposições em relação ao sinal do coeficiente, mas, fundamentalmente, está em acordo com a hipótese central defendida ao longo do presente trabalho de que setores concentrados, por terem maior capacidade de influir discricionariamente no mercado, determinando e alterando preços e margens de lucros segundo as necessidades de fundos requeridas pelos projetos de investimentos em execução, ou seja, pelo poder de mercado que detém, tem maior capacidade de financiar investimentos a partir dos lucros gerados com as atividades produtivas que desenvolve. Diferentemente de setores produtivos menos concentrados, por terem relativamente pouca ou nenhuma capacidade de influir no mercado e, portanto, pouco ou nenhum poder de mercado, apresentam menor capacidade de financiar o Ativo Permanente a partir dos lucros gerados internamente.

Considerações finais.

Neste capítulo analisou-se o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras dos setores cimento e têxtil ao longo das décadas de 80 e 90 através dos indicadores de liquidez corrente, de endividamento e de rentabilidade. Objetivou-se com isso constatar se, em decorrência das características de seus produtos serem *tradeable* e *non-tradeable*, os mesmos tiveram impactos diferenciados em seus resultados financeiros e, por conseguinte, em suas capacidades de geração de fundos internos destinados ao financiamento do investimento. Constatou-se que os mesmos foram afetados pelo processo de abertura comercial; entretanto, os impactos em seus resultados financeiros não foram tão dispares por conta das características de seus produtos. Realizou-se

também análise da capacidade de autofinanciamento das empresas pertencentes a setores produtivos com distintos graus de concentração de suas atividades como, por exemplo, os setores brasileiros cimento e têxtil ao longo da segunda metade da década dos anos 90, período em que as empresas brasileiras mais foram afetadas pelos processos de abertura comercial e financeira, sofrendo impactos diretos em suas capacidades de geração de recursos internos destinados ao financiamento da Aquisição de Ativos Permanentes.

Podemos perceber que o lucro ou prejuízo operacional líquido é um fator importante para explicar o aumento dos Ativos Permanentes das empresas, reforçando a hipótese de que empresas pertencentes a setores com grau de concentração relativamente maior apresentam capacidade diferenciada de financiar a expansão dos seus Ativos Permanentes em comparação com setor que apresente menor grau de concentração. Neste sentido, a elasticidade setorial de autofinanciamento dos investimentos, dada pela relação entre o aumento do Ativo Permanente e o lucro ou prejuízo líquido com um período de defasagem, para um conjunto significativo de empresas dos setores produtivos brasileiros de cimento e têxtil ao longo da segunda metade dos anos 90, mostrou-se sensivelmente maior para o setor cimento, setor este que apresenta nível de concentração relativamente maior, em comparação ao setor têxtil que apresenta menor grau relativo de concentração de suas atividades.

Conclusão

Pretendeu-se ao longo deste trabalho evidenciar a importância do mecanismo do financiamento do investimento como fator lubrificante do motor que impulsiona a máquina capitalista de produção rumo ao crescimento e ao desenvolvimento. O financiamento do investimento é o fator que garante as condições para a continuidade, a expansão e o melhoramento tecnológico produtivo das empresas. O desenvolvimento capitalista, capaz de permitir maior condição de vida e bem-estar, tem apenas uma direção e sentido, e qualquer desvio de sua órbita estabelecida implica em dificuldades e limitações para crescer e desenvolver-se. O investimento é o elemento básico que impulsiona o sistema capitalista de produção ao crescimento e desenvolvimento e o financiamento do investimento é o fator que garante que o investimento aconteça.

Como ficou demonstrado neste trabalho, o investimento está sob condições determinantes estabelecidas em plano micro e macroeconômico, sendo influenciado: i) por fatores relacionados às expectativas empresariais e o *animal spirit* que impulsionam os agentes econômicos em busca de ganhos e rendimentos; ii) por fatores determinados pela concorrência capitalista relacionados à demanda, ao produto e às características específicas do processo concorrencial relativas ao setor produtivo e, iii) por fatores ditados pela política macroeconômica que condicionam a liquidez da economia, pelo mercado de crédito e pelo mercado de títulos. Os dois primeiros fatores são determinantes das condições em que ocorre o processo de autofinanciamento, enquanto que o último está mais ligado ao processo de financiamento do investimento com recursos de terceiros, já que determina as condições do financiamento externo (realizado com recursos de terceiros), sobretudo através do mercado de crédito.

Como o investimento, o financiamento também está condicionado por fatores micro e macro. No plano micro, das unidades produtivas individuais e dos setores de atividades, são postos os condicionantes que definem o autofinanciamento e a obtenção de recursos via mercado de títulos e ações e, no plano macro, são instituídos os condicionantes do financiamento via acesso ao crédito bancário.

Pôde-se perceber, ao longo do trabalho, que no plano macroeconômico o financiamento do investimento em uma economia monetária de produção se dá sob os determinantes dos fatores que definem a liquidez do sistema econômico, sendo importante para tal as relações entre as formas possíveis de se criar e expandir os mecanismos de financiamento. Neste aspecto existem várias interpretações teóricas que abordam as relações entre poupadores, intermediários financeiros e investidores, de onde se depreende que, dependendo de cada visão teórica destacada, os agentes assumem distintos papéis no mecanismo do financiamento. Assim, pode-se perceber que, segundo a abordagem econômica convencional, o investimento requer a existência prévia de poupanças, em que o sistema de intermediação financeira tem entre suas atividades básicas a função de ser agente aglutinador desses recursos. No pensamento keynesiano, entretanto, o investimento prescinde de poupanças prévias, requerendo apenas condições adequadas de liquidez que possibilite detonar o *finance*. Nesse particular, os intermediários financeiros desempenham funções distintas como, por exemplo, a de fornecedores de créditos no estágio do *finance* dentro do circuito *finance-funding*. Tanto a visão convencional quanto a keynesiana sofreu modificações decorrentes de avanços teóricos desenvolvidos pela visão da liberalização financeira, das finanças corporativas e pós-keynesiana.

Também foi possível perceber, ao longo do trabalho, que o financiamento do investimento está circunscrito pelos fatores que determinam as condições de concorrência em cada estrutura de mercado que, por sua vez, delimitam as ações de cada firma individual, da indústria ou do setor de atividade no que diz respeito aos recursos internos disponíveis para financiar investimentos. Ficou demonstrado que as condicionantes do processo concorrencial em que as firmas estão inseridas são capazes de possibilitar maior ou menor capacidade de geração de recursos próprios a partir de suas atividades produtivas; recursos estes passíveis de serem utilizados como fonte de financiamento do investimento. Pôde-se perceber que em setores produtivos, onde a concorrência é mais intensa, existe uma menor capacidade das empresas influírem discricionariamente no mercado através de políticas de preços e ganhos, possibilitando menores condições de geração de recursos acumulados internamente e, em decorrência, menor capacidade de autofinanciamento.

Por ser um fator determinado por condicionantes macroeconômicas, o financiamento dos investimentos também depende das condições econômicas decorrentes da inserção externa e da conjuntura prevalecente no cenário da economia global. Destacou-se no capítulo três deste trabalho que a abertura comercial e financeira implementada na economia brasileira ao longo dos anos 90, resultou em alterações nas alternativas e formas de financiamento dos investimentos para as empresas brasileiras. Primeiro, ocorreu a possibilidade das empresas terem acesso a fontes de recursos estrangeiros através tanto do mercado de crédito quanto do mercado de capitais. As restrições impostas pelo tamanho relativo dos mercados domésticos de títulos e de créditos foram eliminadas, sobretudo, para aquelas empresas que passaram a contar com a possibilidade de acessar recursos de terceiros diretamente nos mercados estrangeiros via títulos de dívidas ou papéis representativos de ações, denominados de *DRs* (*Depositary*

Receipts). Algumas empresas que não reuniam tais condições puderam ter acesso indireto aos mesmos através dos intermediários financeiros, pois bancos nacionais buscaram levantar recursos estrangeiros através de lançamentos de seus próprios títulos de dívidas, repassando-os às empresas domésticas, constituindo isso uma forma de arbitragem de juros. Contudo, como ficou evidente ao longo do trabalho, poucas foram as empresas que tiveram acesso a essas novas formas de financiamento. A maioria delas, o que na verdade constitui o quadro mais geral das características das empresas brasileiras, não reúne condições para acessar as fontes estrangeiras de financiamento.

A constatação anterior ficou evidente através das análises dos impactos causados pela abertura comercial e financeira sobre os mercados de capitais brasileiros. Houve inicialmente um processo de aprofundamento do mercado secundário, tendo em vista que os capitais estrangeiros que adentraram no país buscaram primeiramente ganhos decorrentes da valorização dos títulos e ações existentes e pelo fato dos papéis das empresas brasileiras estarem sub-avaliados pelo mercado, mas esse impacto inicial no mercado secundário teve reduzido efeitos sobre o mercado primário doméstico. Como visto, o aumento de número de empresas e de lançamentos de ações foi rapidamente seguido por um processo de saídas das empresas das bolsas, levando à redução do número de empresas listadas e do valor de mercado das mesmas.

Como o lucro constitui uma das fontes de financiamento do investimento, e como setores produtivos mais concentrados apresentam maior capacidade de geração de lucros, analisou-se, ao longo do capítulo quatro, as relações entre o comportamento do investimento e dos lucros ou prejuízos líquidos para dois setores específicos – cimento e têxtil – durante a década de 90. Como ficou demonstrado, o setor cimento, por ser mais concentrado e possuir maior capacidade de influir sobre o mercado através das políticas de preços e margens (*mark ups*), apresentou uma relação mais significativa entre o Ativo Permanente e o lucro ou prejuízo líquido do que o setor têxtil. As empresas deste último setor, por apresentarem tamanho médio relativamente menor, por estarem mais influenciadas pelos efeitos do processo de concorrência relativo ao seu setor, e por ser este um setor menos concentrado, tem menor capacidade de influir discricionariamente sobre o mercado, implicando também em menor capacidade de geração de recursos a partir de suas próprias atividades. Isso ficou evidente pela menor elasticidade do Ativo Permanente em relação às variações ocorridas nos lucros ou prejuízo líquidos.

De maneira geral podemos afirmar que o mecanismo do financiamento do investimento sofre efeitos de origens múltiplas. Os empresários quando estão diante de decisões de investir, para o qual se necessita encontrar fontes de financiamento, estão sob efeitos de um conjunto complexo de variáveis relacionadas tanto aos fatores que definem a liquidez e o custo relativo das fontes alternativas de financiamento, quanto sob efeitos de fatores relacionados ao mercado em que atuam. Não obstante isso, o acesso ao crédito, como foi destacado ao longo deste trabalho, é definido não só pelas condições de liquidez determinada pelo sistema bancário e pela política monetária, mas também pela possibilidade de oferecimento de colaterais como garantia implicando em condições diferenciadas para se ter acesso aos mesmos. Empresas que dominam maior volume de capital têm à sua disposição vantagens sobre as de menor tamanho no que diz respeito à

possibilidade de alavancar fundos de terceiros. Entretanto, como apontou as evidências destacadas no texto, apesar de terem maiores facilidades de acesso a créditos, as empresas de maior tamanho são geralmente relacionadas com setores mais concentrados, dependendo mais das fontes de recursos internos que acumulam a partir de suas atividades produtivas para financiar seus investimentos, a exemplo do setor cimento. As empresas de setor relativamente menos concentrado, como as pertencentes ao setor têxtil, por apresentarem menor capacidade de gerar lucro e por terem menores margens de lucros e *mark ups* decorrente do processo concorrencial sob o qual vivem, são as mais dependentes de fontes de recursos de terceiros, com ficou comprovado no capítulo 4 ao percebermos a existência, neste setor, de uma menor relação entre o Ativo Permanente e os lucros ou prejuízos. De outra forma, também ficou evidente que uma economia com restrições externas associadas às restrições orçamentárias sofre efeitos no mecanismo do financiamento do investimento na medida em que condiciona o setor governo a competir com o setor investidor pelos recursos disponíveis para o financiamento.

A conclusão geral deste estudo é que o financiamento do investimento está condicionado por conjunto de variáveis que decorrem tanto do plano macro quanto do microeconômico. Além disso, também podemos concluir que setores produtivos concentrado apresentam maior capacidade de autofinanciar-se comparativamente a setores menos concentrados. Estas conclusões decorrem dos resultados alcançados ao longo deste trabalho ao evidenciar que a elasticidade do Ativo Permanente em relação às variações ocorridas no lucro ou prejuízo líquido permite estabelecer comparações entre as capacidades de autofinanciamento entre setores produtivos com distintos graus de concentração de seus mercados. Neste sentido, este trabalho trouxe contribuições sobre a análise da capacidade de autofinanciamento a partir da relação entre os esforços de investimentos realizados pelas empresas e os recursos que as mesmas dispõem para financiá-lo, mostrada pela relação entre o Ativo Permanente e o lucro ou prejuízo líquido. O conceito de elasticidade setorial do autofinanciamento torna possível análise comparativa das capacidades de autofinanciamento do investimento entre diferentes setores produtivos.

Do ponto de chegada deste trabalho podemos indicar alguns caminhos que possibilitem avanços científicos subseqüentes. Um dos caminhos é a elaboração de estudo da capacidade de autofinanciamento do investimento para um conjunto maior de estruturas de mercados, segundo as estruturas evidenciadas pela literatura econômica, objetivando identificar se mercados com graus intermediários de concentração produtiva apresentam padrões diferentes em suas capacidades de autofinanciamento, ou ainda identificar se existe uma escala de capacidade de autofinanciamento segundo os graus de concentrações existentes em cada estrutura. Isso possibilitará perceber se outros setores, além do cimento e têxtil estudados, também apresentam diferenças em relação às suas capacidades de autofinanciamento; ou seja, esse caminho possibilitará associar as teorias de estruturas de mercados com o mecanismo de financiamento do investimento, aprofundando análises das imbricações entre estrutura de mercado e capacidade de autofinanciamento. De outro lado, e isso talvez seja o elemento mais factível, é possível associar medidas da capacidade de autofinanciamento, como a apresentada neste trabalho para os setores cimento e têxtil, com indicadores de concentração de mercado dados, por

exemplo, pela razão de concentração dos mercados (C_4 , C_8 , C_{16}), pelas curvas de LORENZ e os coeficientes de GINI e pelos índices de HIRSCHMAN-HERFINDAHL (HH). Esses dois caminhos poderão indicar a possibilidade de existência de padrões setoriais de autofinanciamento do investimento e a estruturação de uma taxonomia dos padrões setoriais de autofinanciamento.

Referências bibliográficas.

AGLIETTA, Michel. *Macroeconomia Financeira – mercado financeiro, crescimento e ciclos*. v. 1, São Paulo, Edições Loyola, 2004.

_____. *Macroeconomia Financeira – crise financeira e regulação*. v. 2, São Paulo, Edições Loyola, 2004.

AKYÜZ, Ylmaz. On Financial Openness in Developing Countries. Genebra, UNCTAD, 1992, (mimeo).

ALDRIGHI, Dante M. *Financiamento e Desenvolvimento Econômico: teorias e a experiência coreana*. São Paulo, IPE/USP, 1997.

ALMEIDA, Júlio S. G. de. Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80. Campinas-SP, IE/UNICAMP, 1994 (Dissertação de mestrado).

AMADEO, E. J. e FRANCO, G. H. B. “Entre Keynes e Robertson: *finance*, poupança e investimento”. In: *Pesquisa e Planejamento Econômico*. v. 19, nº. 2, Rio de Janeiro, IPEA, 1989.

BARROS, Octavio e MENDES, Ana Paula F. “O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus”. In: *Revista do BNDES*, v. 11, nº. 1, Rio de Janeiro, BNDES, 1994.

BELLUZZO, L. G. e COUTINHO, L. “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”. In: *Revista Economia e Sociedade*, nº. 7, Campinas-SP, IE/UNICAMP, 1996.

BIANCARELI, André Martins. Liberalização financeira, fluxos de capitais, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002). Campinas-SP, IE/UNICAMP, 2003 (Dissertação de mestrado).

BITTENCOURT, Getúlio. “Onde os latinos usaram o dinheiro”. In: “Relatório da Gazeta Mercantil – Ranking: captação de recursos no exterior”. 28/01/1994.

CARNEIRO, RICARDO. *Clássicos da Economia*, v. 2, São Paulo, Editora Ática, 1997.

_____. *Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo, Editora da UNESP, IE/UNICAMP, 2002.

CARVALHO, F. C. de [et al.]. *Economia Monetária e Financeira – teoria e prática*. Rio de Janeiro, Editora Campus, 2000.

- CARTER, L. W. "IFC's experience in promoting emerging market investment funds". IFC lessons of experience series. Washington, D. C., The World Bank and International Finance Corporation, 1996.
- CHESNAIS, François. *A Mundialização do Capital*. São Paulo, Editora Xamã, 1996.
- CHICK, Victoria. *Macroeconomia Após Keynes: um reexame da Teoria Geral*. Rio de Janeiro, Editora Forense Universitária, 1993.
- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA – CNI e CEPAL. *Investimentos na Indústria Brasileira: 1998-2002*. Brasília, CNI-CEPAL, 2001.
- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. "Financiamento no Brasil – desafio ao crescimento". Brasília, CNI, 2003 (mimeo).
- COSTA, Fernando Nogueira da. *Ensaio de Economia Monetária*. São Paulo, Editora Bial, 1992.
- COSTA, C. A. J. da. "Capital estrangeiro no Brasil: 1987-1994". In: *Revista Brasileira de Mercados de Capitais*. v. 19, n.º. 47, IBMEC, 1994.
- DAVIDSON, P. Resgatando a revolução Keynesiana. In: LIMA, G. T. e SICSÚ, J. (orgs.) *Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e Keynesianismo*. Barueri-SP, Editora Manole, 2003.
- FILARDO, Maria L. R. *Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil*. Rio de Janeiro, BNDES, 1980.
- FISHER, Irving. *A Taxa de Juros Determinado Pela Impaciência de Gastar Renda e Pela Oportunidade de Investi-la*. São Paulo, Editora Abril Cultural, 1984
- FREITAS, Maria C. P. e PRATES, Daniela M. "A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências". In: *Revista Economia e Sociedade*, n.º. 17, Campinas-SP, IE/UNICAMP, dez 2001.
- GONÇALVES, Reinaldo. *Globalização e Desnacionalização*. São Paulo, Editora Paz e Terra, 1999.
- GUIMARÃES, Eduardo A. *Acumulação e Crescimento da Firma; um estudo de Organização Industrial*. Rio de Janeiro, Guanabara, 1987.
- GURLEY, J. e SHAW, E. S. *Money in a Theory of Finance*. Washington, D. C., The Brookings Institution, 1960.

- _____. “Financial aspects of economic development”. In: *American Economic Review*, v. 4, n.º. 45, 1955.
- HERMANN, Jennifer. “O modelo de liberalização financeira dos anos 90: ‘restartement’ ou auto-crítica?” In: *Nova Economia*. Belo Horizonte, FACE/UFMG, v. 13, n.º. 12, jul-dez, 2003a.
- _____. “Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil”. In: SICSÚ, J; OREIRO, J. L. e PAULA, L. F. de. *Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri-SP, Editora Manole/Fundação Konrad Adenauer, 2003b.
- HIGA, Ana Paula Harumi. Impactos da abertura financeira no mercado de capitais brasileiro – 1991 a 1997. Campinas-SP, IE/UNICAMP, 1998, (Dissertação de mestrado).
- IPEA. *Clássicos da Literatura Econômica*. 2ª ed., Rio de Janeiro, IPEA, 1992.
- KALECKI, Michal. *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo, Editora Nova Cultural, 1985.
- KEYNES, John M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo, Editora Abril Cultural, 1985.
- _____. *John Maynard Keynes: economia*. 2ª ed., São Paulo, Editora Ática, 1984, (Coleção Economia).
- _____. “Teorias alternativas da taxa de juros”. In: IPEA. *Clássicos da Literatura Econômica*. Rio de Janeiro, IPEA, 1988a.
- _____. “A teoria *ex ante* da taxa de juros”. In: IPEA. *Clássicos da Literatura Econômica*. Rio de Janeiro, IPEA, 1988b.
- LIMA, Gilberto Tadeu. *Em Busca do Tempo Perdido: a recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes*. Rio de Janeiro, BNDES, 1992.
- LIMA, M. L. L. M. P. Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais: condições de inserção dos países do grupo da América Latina. São Paulo, Editora Bial, 1997.
- LIMA, Luiz A. de Oliveira. “A teoria do dinheiro em uma economia monetária”. In: LIMA, G. T. e SICSÚ, J. (orgs.) *Macroeconomia do Emprego e da Renda: KEYNES e o Keynesianismo*. Barueri-SP, Editora Manole, 2003.

- LINTNER, J. "Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes". In: *The American Economic Review*. v. 46, n.º. 2, Princeton, 1956.
- MALTHUS, Thomas R. *Princípios de Economia Política e Considerações Sobre Sua Aplicação Prática*. São Paulo, Editora Abril Cultural, 1986.
- MARSHALL, Alfred. *Princípios de Economia: Tratado introdutório*. São Paulo, Editora Abril Cultural, 1982.
- MARX, Karl. *O Capital - crítica da economia política*. 22ª ed., Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2004.
- MCKINNON, R. I. *Money and Capital in Economic Development*. Washington D. C., The Brookings Institution, 1973.
- _____. *The Order of Economic Liberalization*. Baltimore, The Hopkins University Press, 1991.
- MIGLIOLI, Jorge. *Acumulação de Capital e Demanda Efetiva*. São Paulo, Editora T. A. Queiroz, 1982.
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.
- _____. Financiamento e Lucros. Rio de Janeiro, ANGE, 1992, (Cadernos ANGE, n.º. 2).
- MODIGLIANI, F. e MILLER, M. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". In: *American Economic Review*, v. 49, n.º. 4, Princeton, 1959.
- MORELAND, A. D. "Como estabelecer um programa de ADR". Cadernos da Gazeta Mercantil: Captação de recursos externos. São Paulo, *Gazeta Mercantil*, 12, 13 e 14 de maio de 1995.
- OHLIN, B. *Some Notes on Stockholm Theory of Savings and Investment*. Economic Journal, 47, 1937a.
- _____. *Alternative Theories of the Rate of Interest : three rejoinders*. Economic Journal, Setembro, 1937b.
- PAULA, Luiz Fernando R. de. "Teoria da firma bancária". In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. e PAULA, L. F. de (orgs.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.
- PENROSE, Edith. *A Teoria do Crescimento da Firma*. Campinas, Editora da UNICAMP, 2006.

- PEREIRA, Thiago Rabelo e CARVALHO, Alexandre. "Abertura Comercial, *mark ups* setoriais domésticos e rentabilidade relativa das exportações". Brasília, IPEA, 1998, (Texto para discussão, n.º. 571).
- PEREIRA, Thiago Rabelo. Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa: impactos da reinserção aos mercados financeiros internacionais, da abertura comercial e da estabilização sobre seus esquemas de financiamento. Campinas-SP, IE/UNICAMP, 1999, (Dissertação de mestrado).
- _____. "Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira". In: *Revista Economia e Sociedade*, n.º. 14, Campinas-SP, IE/UNICAMP, 2000.
- PINDYCK, Robert S. e RUBINFELD, Daniel L. *Econometria – modelos e previsões*. Rio de Janeiro, Editora Elsevier, 2004.
- POSSAS, Mario L. *Dinâmica da Economia Capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo, Editora Brasiliense, 1987.
- _____. *Estruturas de Mercado em Oligopólio*. São Paulo, Editora Hucitec, 1990.
- PRATES, Daniela M. Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de noventa. Campinas-SP, IE/UNICAMP, 1997, (Dissertação de mestrado).
- PRATES, Daniela M. e FREITAS, Maria C. P. de. "Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90". In: FREITAS, Maria C. P. de (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo, FUNDAP/FAPESP, Brasília, IPEA, 1999.
- RICARDO, David. *Princípios de Economia Política e Tributação*. São Paulo, Editora Abril Cultural, 1982.
- ROBERTSON, D. H. *Some Notes on Keynes's General Theory of Employment*. Economic Journal, 1937a.
- _____. *Alternative Theories of de Rate of Interest: Rejoinder*. Economic Journal, 1937b.
- SCHUMPETER, Joseph A. *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1984.
- _____. *A Teoria do Desenvolvimento Econômico: Uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juros e o ciclo econômico*. São Paulo, Editora Abril Cultural, 1982.

- SHAW, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. New York, Oxford University Press, 1973.
- SILVA, Antonio Carlos M e. “A síntese neoclássica”. In: CARNEIRO, RICARDO (org.) *Os Clássicos da Economia*. v. 2, São Paulo, Editora Ática, 1997.
- SOUZA, Lucy A. O mercado de capitais brasileiro no período de 1987-97. Campinas-SP, IE/UNICAMP, 1998, (Tese de doutorado).
- STEINDL, Josef. *Maturidade e Estagnação do Capitalismo Americano*. Rio de Janeiro, Edições Graal, 1983.
- _____. *Pequeno e Grande Capital – problemas econômicos do tamanho das empresas*. São Paulo, Editora Hucitec, 1990.
- STIGLITZ, J. E. e GREENWALD, B. *Rumo a um Novo Paradigma em Economia Monetária*. São Paulo, Editora Francis, 2004.
- STUDART, Rogério. “O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional”. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. e PAULA, L. F de. (orgs.) *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.
- STUDART, Rogério e HERMANN, Jennifer. Estrutura e operação dos sistemas financeiros no MERCOSUL: perspectivas a partir das reformas institucionais dos anos 1990. Brasília, IPEA/CEPAL, 2001, (Texto para discussão n.º. 799).
- SYLOS-LABINI, Paolo. *Oligopólio e Progresso Técnico*. São Paulo, Editora Nova Cultural, 1986.
- TAVARES, Maria da C. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Campinas, Editora da UNICAMP, 1985.
- WICKSELL, K. *Lições de Economia Política*. São Paulo, Editora Nova Cultural, 1986.
- WOOD, Adrian. *Uma Teoria de Lucros*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1980.
- ZYSMAN, J. *Government, Market and Growth*. Ithaca, Cornell University Press, 1983.

Anexos:

Quadro 3.A - Modalidades e características de investimentos estrangeiros em carteiras de portfólios existentes no Brasil.

Modalidades	Características
Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro. (Anexo I)	<ul style="list-style-type: none"> • Instituída pelo Decreto-lei nº 1.401 e regulamentada pelo Anexo I da Resolução do CMN nº 1289/89. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Investimentos em Sociedade Anônima (S/A) de capital constituído no Brasil ou em carteira de capital subscrito por Bancos de Investimentos (BI), Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM) e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) existentes no Brasil por período mínimo de 180 dias. • Administrados, no caso das S/A, pelo conselho administrativo e, no caso da carteira, pelos respectivos agentes locais formadores: BI, CTVM e DTVM. • Aplicação mínima de 50% em ações ou debêntures conversíveis de empresas S/A sob controle de capital privado nacional. • As sociedades de investimentos devem ter participação menor que 5% do capital votante e menor do que 20% do capital total de uma companhia. • O total aplicado em valores mobiliários de um único agente emitente deve ser menor que 10% do seu patrimônio líquido. • Imposto de Renda: isenção sobre ganhos de capitais e dividendos e alíquota de 15% sobre rendimentos auferidos; CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos; isenção de IOF.
Fundo de Investimento – Capital estrangeiro (Anexo II).	<ul style="list-style-type: none"> • Instituído pelo Decreto-lei nº 1.401 e regulamentada pelo Anexo II da Resolução do CMN nº 1289/89. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Fundo de capital aberto colocado a investidores estrangeiros e a fundos e entidades de investimentos coletivos, com prazo mínimo de sessenta dias prorrogável por igual período. • Administrados por Bancos de Investimentos, por Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários. • Aplicação mínima de 70% dos recursos em ações de S/A, adquiridas em bolsas de valores ou em mercado de balcão organizado ou subscrição pública. • Devem apresentar participações menores que 5% do capital votante e menor que 20% do capital total de uma companhia, além de uma participação menor que 10% do patrimônio líquido no caso de aplicações em valores mobiliários de uma mesmo emitente. • Imposto de Renda: isenção sobre ganhos de capitais e dividendos e alíquota de 15% sobre rendimentos auferidos; CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos; isenção de IOF.
Carteira de Investimento – Capital estrangeiro (Anexo III).	<ul style="list-style-type: none"> • Instituída pelo Decreto-lei nº 1.401 e regulamentada pelo Anexo II da Resolução do CMN nº 1289/89. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Fundos de investimentos listados em bolsas de valores ou mercados de balcões organizados, com recurso não inferior a US\$100 milhões capitados mediante distribuição pública com ingresso no país em noventa dias. • Administrados por Bancos de Investimentos, por Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários em conjunto com instituições estrangeiras. • Aplicação mínima de 70% dos recursos em ações de S/A, adquiridas em bolsas de valores ou em mercado de balcão organizado ou subscrição pública.

	<ul style="list-style-type: none"> • Imposto de Renda: isenção sobre ganhos de capitais e dividendos e alíquota de 15% sobre rendimentos auferidos; CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos; isenção de IOF.
Investimentos Diretos Institucionais estrangeiros (Anexo IV).	<ul style="list-style-type: none"> • Instituído pela Resolução do CMN nº 1.832/91. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Carteira de valores mobiliários e debêntures conversíveis de S/A mantidos por investidores institucionais estrangeiros (instituições financeiras, seguradoras, fundos de pensões e de investimentos, entidades de investimentos coletivos). • Administrados por instituições credenciadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). • Imposto de Renda: isenção sobre ganhos de capitais e dividendos e alíquota de 15% sobre rendimentos auferidos; CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos; isenção de IOF.
Fundo de Privatização – Capital Estrangeiro.	<ul style="list-style-type: none"> • Instituído pela Lei nº 8.031/90. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Fundos compostos por ações de empresas adquiridas no processo de desestatização e moedas de privatização (títulos da dívida agrária, obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento, debêntures da Siderúrgica Brasileira S/A, certificados de privatizações, outros títulos e créditos representativos de securitização de dívidas públicas ou de empresas públicas), mantidas junto a fundos mútuos ou outras instituições de investimentos coletivos estrangeiros. • Administrados por Bancos Múltiplos (BM), Bancos de Investimentos e por Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários. • Imposto de Renda: alíquota de 10% sobre rendimentos de aplicações em títulos de renda variável e de 15% sobre rendimentos de aplicações em títulos de renda fixa; isenção de IOF; CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos.
Fundo de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (Anexo VI).	<ul style="list-style-type: none"> • Instituído pela Resolução do CMN nº 2.034/93. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Fundos abertos para aplicação em títulos de renda fixa por investidores estrangeiros. • Composto por no mínimo de 35% em títulos de emissão do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil, no máximo de 20% de títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras. • Devem apresentar as seguintes regras de diversificação em termos do patrimônio líquido: participações menores que 20% em valores mobiliários de renda fixa; participação menor que 20% em ações de conversão de debêntures; participação menor que 15% em margens de derivativos; participação menor que 5% em prêmios de opções travadas. • Alíquota de 15% de Imposto de Renda sobre rendimentos auferidos, exceto dividendos; CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos; IOF de 2%.
Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro.	<ul style="list-style-type: none"> • Instituído pela Resolução do CMN nº 2.247/96. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Fundo fechado de duração definida (máximo dez anos), colocado a investidores estrangeiros com aplicações de no mínimo 75% dos recursos em carteiras de valores mobiliários de empresas emergentes. • Administrado por instituições credenciadas pela Comissão de Valores Mobiliários. • Imposto de renda: isenção sobre ganhos de capitais e dividendos e alíquota de 15% sobre rendimentos auferidos (exceto dividendos); isenção do IOF a partir

	do primeiro ano de constituição regular do fundo (IOF punitivo sobre o câmbio de saída: 10% no caso de fundos ainda não constituídos ou em não funcionamento regular e 5% no caso de saída antes de completar um ano); CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos.
Fundo de Investimento Imobiliário.	<ul style="list-style-type: none"> • Instituído pela Resolução do CMN nº 2.248/96. • Operada através do mercado de câmbio comercial. • Aplicações de Pessoas Físicas ou Jurídicas, fundos mútuos, outras entidades de investimentos coletivos estrangeiros para investimentos em empreendimentos imobiliários (construção, incorporação, arrendamento locação, compra e venda) no país, podendo 25% do patrimônio líquido ser aplicados em ativos de renda fixa. • Administrado por instituições credenciadas pela Comissão de Valores Mobiliários. • Imposto de Renda de 10% sobre rendimentos auferidos; isenção de IOF a partir do primeiro ano de constituição do fundo (IOF punitivo sobre o câmbio de saída: 10% no caso de fundos ainda não constituídos ou em não funcionamento regular e 5% no caso de saída antes de completar um ano); CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos.
Conta Corrente de Não Residente (CC-5)	<ul style="list-style-type: none"> • Instituído pela Circular do Banco Central do Brasil nº 2.677/96. • Operada através do mercado de câmbio flutuante. • Constituição, por parte de agentes não residentes no país, de disponibilidade de recursos em moedas estrangeiras em bancos autorizados a operar câmbio no mercado a taxas flutuantes, para fins de pagamentos aplicações e derivativos, etc. • Imposto de Renda de 10% sobre rendimentos de aplicações em títulos e valores de renda variável e de 15% sobre rendimentos de aplicações em títulos e valores de renda fixa; IOF de 2%; CPMF de 0,2% nos câmbios de entrada e saída dos recursos e demais movimentações.

Fonte: Elaboração própria com base em PRATES, 1999.

Tabela 4.A - Indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade dos setores produtivos brasileiros de cimento e têxtil: 1978 - 2000.

Anos	Setor Cimento			Setor Têxtil		
	Liquidez Corrente	Endividamento (%)	Rentabilidade (%)	Liquidez Corrente	Endividamento (%)	Rentabilidade (%)
1978	1,37	40,6	15,3	1,38	47,8	9,2
1979	1,40	37,3	5,9	1,37	47,1	9,5
1980	1,27	39,2	13,9	1,37	48,5	16,5
1981	1,07	36,7	13,0	1,30	27,4	...
1982	1,09	36,2	9,0	1,52	41,2	7,2
1983	1,18	35,0	7,6	1,55	39,0	2,4
1984	1,18	29,5	6,6	1,62	35,2	8,1
1985	1,33	26,3	7,2	1,80	33,4	14,8
1986	1,29	23,7	8,4	2,00	28,0	16,7
1987	1,27	26,0	3,3	1,94	25,8	3,5
1988	1,46	21,7	6,1	1,79	30,3	-0,5
1989	1,54	26,1	14,9	1,40	30,1	8,6
1990	1,10	29,4	7,0	1,26	36,2	...
1991	1,11	17,5	1,8	1,12	28,0	...
1992	1,66	18,7	5,9	1,39	29,5	-8,8
1993	1,60	17,8	5,3	1,38	32,0	-3,5
1994	1,35	22,5	3,6	1,37	34,6	5,8
1995	1,69	27,1	0,5	1,29	35,0	-5,2
1996	1,73	22,5	-0,2	1,51	45,2	-1,2
1997	2,20	37,8	0,6	1,51	65,0	-0,4
1998	1,96	57,9	3,0	1,72	66,5	0,3
1999		30,0	3,1		46,8	0,1
2000		32,2			44,5	

Fonte: Elaborada a partir da Revista Balanço Anual da Gazeta Mercantil - Vários anos.

Tabela 4.B1 - Setor Cimento: Resultados do modelo.

Dependent Variable: $PERM_{it}$		Method: Least Squares		
Included observations: 45				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	24523075	14844944	1.651948	0.1058
$LL_{i,t-1}$	1.045382	0.200464	5.214822	0.0000
R-squared	0.387415	Mean dependent var	56166097	
Adjusted R-squared	0.373169	S.D. dependent var	1.15E+08	
S.E. of regression	90883895	Akaike info criterion	39.53149	
Sum squared resid	3.55E+17	Schwarz criterion	39.61179	
Log likelihood	-887.4585	F-statistic	27.19436	
Durbin-Watson stat	2.349426	Prob (F-statistic)	0.000005	

Fonte: Elaboração própria - Resultados da pesquisa, 2007.

Tabela 4.B2 – Setor Têxtil: Resultados do modelo.

Dependent Variable: $PERM_{it}$		Method: Least Squares			
Included observations: 298					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
$LL_{i,t-1}$	0.232635	0.080901	2.875538	0.0044	
D1	-197505.4	11416820	-0.017300	0.9862	
D2	792528.4	7220981.	0.109754	0.9127	
D3	20729888	7227630.	2.868145	0.0045	
D4	-109210.1	7221134.	-0.015124	0.9879	
D5	355927.8	9321802.	0.038182	0.9696	
D6	1888533.	7798557.	0.242164	0.8089	
D7	7828245.	9749964.	0.802900	0.4228	
D8	10783205	7239034.	1.489592	0.1377	
D9	116031.8	8075079.	0.014369	0.9885	
D10	3770611.	7292126.	0.517080	0.6056	
D11	177002.2	8073305.	0.021924	0.9825	
D12	-37493.92	7225263.	-0.005189	0.9959	
D13	1259362.	7225851.	0.174286	0.8618	
D14	12903054	8073709.	1.598157	0.1114	
D15	4592638.	7308037.	0.628437	0.5303	
D16	646300.2	8074924.	0.080038	0.9363	
D17	-309845.2	7220935.	-0.042909	0.9658	
D18	38508644	8622031.	4.466308	0.0000	
D19	3880763.	7353385.	0.527752	0.5982	
D20	-13589432	7296264.	-1.862519	0.0638	
D21	575893.0	7221493.	0.079747	0.9365	
D22	91777.36	7354508.	0.012479	0.9901	
D23	1911436.	7220648.	0.264718	0.7915	
D24	60374.14	7220718.	0.008361	0.9933	
D25	12603528	7225217.	1.744381	0.0824	
D26	-871574.8	7229946.	-0.120551	0.9042	
D27	1897355.	8080095.	0.234818	0.8146	
D28	-477617.1	7221484.	-0.066138	0.9473	
D29	2394679.	7220642.	0.331644	0.7405	
D30	662774.9	7227375.	0.091703	0.9270	
D31	23114703	7862967.	2.939692	0.0036	
D32	20196435	7237881.	2.790380	0.0057	
D33	4725933.	7220836.	0.654486	0.5134	
D34	11063912	7220768.	1.532235	0.1268	
D35	327307.9	7220939.	0.045328	0.9639	
D36	5524447.	7235374.	0.763533	0.4459	
D37	2077002.	7222526.	0.287573	0.7739	
D38	1688568.	9325502.	0.181070	0.8565	
D39	-2051781.	7221009.	-0.284140	0.7766	
D40	2228564.	7220642.	0.308638	0.7579	
D41	6405987.	8335488.	0.768520	0.4430	
D42	-16081615	7693228.	-2.090360	0.0377	
D43	6647481.	7220660.	0.920620	0.3582	
D44	3242379.	7223697.	0.448853	0.6540	
D45	3085506.	7223677.	0.427138	0.6697	

D46	2648392.	7240314.	0.365784	0.7149
D47	-1241560.	7220635.	-0.171946	0.8636
D48	140502.0	7234199.	0.019422	0.9845
D49	9386660.	7220757.	1.299955	0.1949
D50	305498.4	8073665.	0.037839	0.9698
D51	474951.7	7221636.	0.065768	0.9476
D52	7524438.	7235550.	1.039926	0.2994
D53	-136179.8	7221499.	-0.018858	0.9850
D54	3149505.	7221135.	0.436151	0.6631
D55	1184113.	7221099.	0.163980	0.8699
D56	-486583.7	7220996.	-0.067385	0.9463
D57	6895509.	7222550.	0.954719	0.3407
D58	-3277167.	7509748.	-0.436388	0.6630
D59	37929762	7247443.	5.233537	0.0000
D60	5742383.	8080648.	0.710634	0.4780
D61	3601231.	7221531.	0.498680	0.6185
D62	13749884	7258668.	1.894271	0.0594
D63	-156265.6	7222180.	-0.021637	0.9828
R-squared	0.368749	Mean dependent var	4548989.	
Adjusted R-squared	0.198797	S.D. dependent var	18038020	
S.E. of regression	16145821	Akaike info criterion	36.21998	
Sum squared resid	6.10E + 16	Schwarz criterion	37.01399	
Log likelihood	-5332.777	Durbin-Watson stat	2.532564	

Fonte: Elaboração própria - Resultados da pesquisa, 2007.

Tabela 4.C1 – Setor Cimento: Teste Wald para a significância dos coeficientes das *dummies*.

Equation: $PERM_{it} = f(LL_{i,t-1}, D1, D2, D3, D4, D5, D6, D7, D8, D9)$.					
Test Statistic		Value	df	Probability	
F-statistic		0.648778	(9, 35)	0.7479	
Chi-square		5.839004	9	0.7559	
Null Hypothesis Summary:			Normalized Restriction (= 0)		
Coefts.	Value	Std. Err.	Coefts.	Value	Std. Err.
C(2)	77323685	43010956	C(7)	51704382	43034937
C(3)	-7017739.	43333596	C(8)	645335.3	43907414
C(4)	33209327	43106011	C(9)	12822604	43665375
C(5)	-1352037.	43009297	C(10)	58815001	1.22E + 08
C(6)	31438671	55372442			

Restrictions are linear in coefficients.

Fonte: Elaboração própria - Resultados da pesquisa, 2007.

Tabela 4.C2 – Setor Têxtil: Teste Wald para a significância dos coeficientes das *dummies*.

Equation: $PERMit = f(LLi,t-1, D1, D2, D3, D4, D5, D6, D7, D8, D9, D10, D11, D12, D13, D14, D15, D15, D17, D18, D19, D20, D21, D22, D23, D24, D25, D26, D27, D28, D29, D30, D31, D32, D33, D34, D35, D36, D37, D38, D39, D40, D41, D42, D43, D44, D45, D46, D47, D48, D49, D50, D51, D52, D53, D54, D55, D56, D57, D58, D59, D60, D61, D62, D63)$.

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	1.715316	(62, 234)	0.0023
Chi-square	106.3496	62	0.0004

Null Hypothesis Summary:			Normalized Restriction (= 0)		
Coefts	Value	Std. Err	Coefts	Value	Std. Err
C(2)	-197505.4	11416820	C(33)	20196435	7237881.
C(3)	792528.4	7220981.	C(34)	4725933.	7220836.
C(4)	20729888	7227630.	C(35)	11063912	7220768.
C(5)	-109210.1	7221134.	C(36)	327307.9	7220939.
C(6)	355927.8	9321802.	C(37)	5524447.	7235374.
C(7)	1888533.	7798557.	C(38)	2077002.	7222526.
C(8)	7828245.	9749964.	C(39)	1688568.	9325502.
C(9)	10783205	7239034.	C(40)	-2051781.	7221009.
C(10)	116031.8	8075079.	C(41)	2228564.	7220642.
C(11)	3770611.	7292126.	C(42)	6405987.	8335488.
C(12)	177002.2	8073305.	C(43)	-16081615	7693228.
C(13)	-37493.92	7225263.	C(44)	6647481.	7220660.
C(14)	1259362.	7225851.	C(45)	3242379.	7223697.
C(15)	12903054	8073709.	C(46)	3085506.	7223677.
C(16)	4592638.	7308037.	C(47)	2648392.	7240314.
C(17)	646300.2	8074924.	C(48)	-1241560.	7220635.
C(18)	-309845.2	7220935.	C(49)	140502.0	7234199.
C(19)	38508644	8622031.	C(50)	9386660.	7220757.
C(20)	3880763.	7353385.	C(51)	305498.4	8073665.
C(21)	-13589432	7296264.	C(52)	474951.7	7221636.
C(22)	575893.0	7221493.	C(53)	7524438.	7235550.
C(23)	91777.36	7354508.	C(54)	-136179.8	7221499.
C(24)	1911436.	7220648.	C(55)	3149505.	7221135.
C(25)	60374.14	7220718.	C(56)	1184113.	7221099.
C(26)	12603528	7225217.	C(57)	-486583.7	7220996.
C(27)	-871574.8	7229946.	C(58)	6895509.	7222550.
C(28)	1897355.	8080095.	C(59)	-3277167.	7509748.
C(29)	-477617.1	7221484.	C(60)	37929762	7247443.
C(30)	2394679.	7220642.	C(61)	5742383.	8080648.
C(31)	662774.9	7227375.	C(62)	3601231.	7221531.
C(32)	23114703	7862967.	C(63)	13749884	7258668.

Restrictions are linear in coefficients.

Fonte: Elaboração própria - Resultados da pesquisa, 2007.

Tabela 4.D - Estatísticas básicas descritivas das variáveis explicadas e explicativas dos modelos para os setores cimento e têxtil.

Estatísticas	Setor Cimento		Setor Têxtil	
	Nº Observations: 45		Nº Observations: 298	
	<i>PERM_{it}</i>	<i>LL_{i,t-1}</i>	<i>PERM_{it}</i>	<i>LL_{i,t-1}</i>
Mean	56166097	30269335	4548989.	585739.6
Median	12580318	7475512.	1296160.	789597.
Maximum	4.61E +08	2.66E +08	1.33E +08	81881758
Minimum	-46631753	-33858429	-1.09E +08	-85359548
Std. Dev.	1.15E +08	68347868	18038020	17788759
Jarque-Bera	73.93935	68.29816	4302.360	949.6201
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

Fonte: Elaboração própria - Resultados da pesquisa, 2007.