

# REGIMES DE CRESCIMENTO E DECISÕES DE INVESTIMENTO SOB O DOMÍNIO DAS FINANÇAS: A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1991 E 2015

## Área 1: Macroeconomia, política econômica e financiamento do desenvolvimento

Miguel Bruno\*

Ricardo Caffé\*\*

*A função social da doutrina das 'finanças sólidas' é tornar o nível do emprego dependente do 'estado de confiança'.*

KALECKI, M. (Aspectos Políticos do Pleno Emprego, 1946)

*Se quiséssemos aplicar no último mês de junho a esse país uma combinação de desvalorização e de deflação reforçadas adiando (...) as grandes reformas sociais, eu não saberia a que resultado final chegaríamos.*

BLUM, L. (JO, Débats parlementaires, Chambre des Députés, 1937, séance du 26 février).

## Resumo

O presente artigo trata das decisões de investimento e de seus nexos com os regimes de crescimento na economia brasileira no contexto da financeirização. Ao estabelecer um plano analítico que aproxima aspectos econômicos estruturais e de política econômica, propõe reconhecer mediante um estudo empírico, os aspectos distributivos do conflito intra-capitalista sob regimes de dominação financeira e seu impacto sobre o investimento macroeconômico. Para tanto, mobiliza as técnicas de cointegração do modelo autorregressivo de defasagens distribuídas (ARDL) em conjunto com um modelo de mudança de regime “Markov-Switching”. Foram utilizadas séries temporais anuais (1951-2015) e trimestrais (1991-2015) para o Brasil. A evidência empírica está em conformidade com a interpretação teórica, uma vez que as decisões de investimento estão significativamente condicionadas pelo lucro industrial. Além disso, a distribuição de lucros entre o setor produtivo e o setor financeiro, em conjunto com os objetivos da política econômica, parece estar desempenhando um papel fundamental ao afetar a acumulação de capital e a estabilidade do crescimento econômico nesse país.

## Abstract

This article deals with investment decisions and their links with the growth regimes in the Brazilian economy in the context of financialization. In establishing an analytical plan that approximates economic and structural aspects of economic policy, proposes to recognize through an empirical study the distributive aspects of intra-capitalist conflict under regimes of financial domination and their impact on macroeconomic investment. In order to do so, it mobilizes the cointegration techniques of the Autoregressive Distributed Lag model (ARDL) in conjunction with a Markov-Switching model. Annual time series (1951- 2015) and quarterly (1991-2015) were used for Brazil. The empirical evidence is in line with the theoretical interpretation, since investment decisions are significantly conditioned by industrial profit. In addition, the distribution of profits between productive capital and finance, together with policy objectives, seems to be playing a key role in affecting capital accumulation and economic growth sustainability in this country

## INTRODUÇÃO

As decisões de investimento constituem um objeto de densa discussão no âmbito da teoria macroeconômica não convencional. Por um lado, as decisões de curto prazo dos empresários parecem encobrir um longo

---

\* Professor pesquisador do Programa de Pós-Graduação em População, Território e Estatísticas Públicas da ENCE-IBGE. e-mail: [miguel.pbruno@gmail.com](mailto:miguel.pbruno@gmail.com).

\*\* Professor pesquisador do Programa de Pós-Graduação em Economia - Universidade Federal da Bahia- PPGE/UFBA, e-mail: [ricardo.caffe@gmail.com](mailto:ricardo.caffe@gmail.com).

processo causal que de fato não se explicita de imediato. A visão do **estoque de capital** como a atualização de um inventário perpétuo visto em retrospectiva secular, oculta uma dimensão imediata de sua formação. Isso significa que uma dada estrutura técnica que permanece inalterada no curto prazo, a qual condiciona a premência das escolhas na composição dos ativos fixos. Devem ainda ser incluídas nesse conjunto, os ativos intangíveis no mundo atual, pleno de inovações tecnológicas de natureza imaterial. Sob um ponto de vista kaleckiano, esse “componente em lenta mutação numa cadeia de situações de curto prazo<sup>1</sup>” subsequentes não pode ser reduzido a uma mera somatória de breves períodos interligados por uma envoltória. Com efeito, a rentabilidade promovida pela inovação, no curto prazo, assume uma simetria com aumento dos lucros agregados que, por seu turno, endossa um *feedback* com o investimento. Esse movimento é análogo a um processo comandado por uma lógica financeira, pois os lucros induzidos por inovações incorporam uma característica de renda crescente adicional, comparável à capitalização composta por juros.

A hipótese fundamental kaleckiana baseia-se numa análise histórico-temporal que reconhece a tomada de decisões econômicas de curto-prazo de modo não trivial. Em essência, as ações capitalistas de investimento são afetadas por fatores de longo e curto prazo, de modo variável, mas a sua tempestividade somente é reconhecida no que é comumente conhecido por curto prazo. Esse período de decisão corresponde a uma “janela”, ambiente fragmentado de alternâncias que permitem múltiplas escolhas ao mesmo tempo, embora sejam dominantes no investimento as implicações de longo prazo, relativamente às decisões de produzir e empregar, onde se torna mister a consideração dos fatores de curto prazo.

De modo simétrico, o investimento, entendido do ponto de vista das finanças traduz o interesse capitalista em acumular tecnologia produtiva através das oportunidades de gerar rendas futuras mediante uma arbitragem do próprio investimento. A lógica financeira converte os investimentos produtivos em atos opcionais, de escolha franqueada a um aparente *ad libitum*, que necessariamente são filtrados pela abertura da janela de decisões<sup>2</sup>. A antecipação de valores que marca assim a assimetria dos ciclos onde os estoques de capital produtivo são, ao mesmo tempo, capacidade produtiva e ativo financeiro, nada mais é que o exercício necessário à acumulação de capital. Nessa trajetória comum, pode-se observar como os movimentos que se desdobram ao longo do tempo na economia são, por conseguinte, tanto o resultado de um curto prazo que se abre em outro, quanto o nexos de transmissão nesse processo, dos estoques de bens de capital que constituem o espólio e os elementos sobre os quais são erguidas estruturas expectationais renovadas, sejam de curto, sejam de longo prazo.

A persistente crise econômica que as economias europeias experimentam e o empobrecimento de amplas camadas da sociedade nos Estados Unidos é seguido de modo diferenciado por algumas economias emergentes, no que vem sendo reputado como a pior crise desde a Grande Depressão. Muito embora a exceção chinesa estabeleça uma referência de difícil comparação, o breve interregno dos consensos pró-mercado diante do impacto inicial da crise de 2007-2008 reabriu uma nova frente de investidas liberais que vem alcançando um corpo consistente nas agendas de muitos Estados Nacionais. As políticas keynesianas tradicionais fixadas em Bretton Woods ficaram como resíduos de um imaginário distante, cedendo espaço para as finanças globais, cujas instituições evoluíram para organizações que dominam de modo esmagador o campo econômico e estabelecem a política econômica praticadas nas economias em geral e que lhe é a mais conveniente por seus critérios de rentabilidade, liquidez e risco.

<sup>1</sup> Tem-se assim ‘a slowly changing component of a chain of short period situations’. Kalecki 1968; CW, vol. II, 1991, 435.

<sup>2</sup> A diferença necessária entre as volatilidades “históricas” e “implícitas” nos preços dos ativos financeiros revelam essa condição.

Nesse domínio, a financeirização ampliou a dimensão e a força do setor financeiro, cuja extensão verdadeira não se limita às formas habituais de seu continente e conteúdo. O impacto da financeirização do investimento nas economias surge num contexto de mudanças nas relações de poder entre trabalho e capital. A ascensão da norma financeira imposta segundo as regras do *sharehold value* modificou a repartição funcional da renda, determinando que esta venha a se inclinar de maneira acentuada em favor do capital. As implicações dessa transformação produziram um significativo impacto social e econômico, que se tornaram evidentes em novos fatos estilizados.

No caso da economia brasileira, um período de rápido e volátil crescimento econômico foi acompanhado por uma expansão do consumo sustentado no crédito e por política de valorização dos salários de base, mas não logrou sustentar durante muito tempo a demanda doméstica. O investimento pode eventualmente ser retomado num contexto de *boom* econômico, mesmo com níveis salariais inferiores, desde que os lucros sejam reinvestidos nos setores dotados de maior produtividade, ainda que essa expansão seja rápida e geralmente, sucedida por uma crise. Ou seja, numa situação diferente de quando os níveis de preços permanecem inferiores (baixa pressão ou controle inflacionário), a qual caracteriza uma fase específica do ciclo econômico, coincidente com a subutilização da capacidade produtiva que não incentiva o investimento das empresas. Todavia, durante as fases em que a plena utilização anuncia o intenso emprego do equipamento de capital, uma queda nos salários pode aumentar os lucros dos capitalistas, o que pode ter seu potencial realizado quando novas encomendas de bens de capital são postas no mercado. Esse cenário, modifica-se substancialmente quando o investimento assume uma forma de **pletora** do capital que tende a fragilizar a valorização financeira dos ativos base do próprio investimento. Na medida em que um regime de crescimento dirigido pelas finanças passa a exigir uma rentabilidade que não se explicita mais no crescimento da taxa de lucro macroeconômico.

Enquanto no front externo, as economias americana e europeia entronizaram experiências de política monetária não convencional ou *quantitative easing*, uma austeridade ambígua e complacente engendrou uma expansão creditícia que não atingiu de modo suficiente o investimento capaz de gerar uma aceleração. Com efeito, o investimento líquido que foi tornado possível, não estabeleceu o vínculo necessário da mudança no estoque de capital com a ampliação positiva da taxa de crescimento do produto. Embora o investimento provavelmente introduza instabilidade, podendo ser acusado de ser uma força desestabilizadora em um sistema macroeconômico, políticas econômicas sem hesitação podem acomodá-lo a um ciclo expansivo mais moderado, à medida que os empresários ajustem o capital gradualmente às condições econômicas em mudança, implica menos instabilidade para o investimento e, conseqüentemente, do crescimento econômico sustentado.

O presente artigo propõe-se a analisar o impacto da financeirização sobre o investimento físico acumulado ao longo do tempo na economia brasileira, através de sua mediação necessária por fatores distributivos e de demanda agregada que operam no plano macroeconômico. Seu foco mais preciso toma como referência os possíveis regimes “contracionistas” e os regimes de crise que podem emergir ao lado de processos macrodistributivos que privilegiam o pagamento de juros e dividendos às classes rentistas, reduzindo a taxa de utilização da capacidade produtiva, o lucro macroeconômico e a acumulação de capital. Além da presente introdução, na primeira seção são tratados aspectos teórico-conceituais das decisões de investimento numa perspectiva pós-keynesiana. Na segunda seção, as dificuldades dos regimes dominados pelas finanças no Brasil relativamente ao investimento são postas em evidência, sendo também confrontados às experimentações de política econômica e ao reconhecimento de tipologias de regimes de crescimento de longo prazo. Na terceira seção, a identificação de regimes estagnados pelas finanças com as respectivas

características das experiências recentes de política econômica. Em seguida apresenta-se uma estrutura metodológica para verificar empiricamente as decisões de investimento com base num modelo autorregressivo de defasagens distribuídas (ARDL). Na quarta seção é apresentada a conclusão do estudo.

*In an industrial boom, even countries with starvation wages can display sustained production increases, because profits are reinvested in industry. However, this boom has its limits, since industrial expansion is inevitably followed by crisis.*

KALECKI, M. (Political aspects of full employment, 1946)

### 1. Decisões de investimento no capitalismo dominado pelas finanças: do financiamento da “máquina” capitalista ao mecanismo vertiginoso das finanças que “*automatiza*” o capital

Numa interessante passagem de um artigo, Steindl (1990) já nos seus últimos anos, constatava que as mudanças do capitalismo nesse período deixavam traços bem definidos de sua nova face financeira<sup>3</sup>. Argumentando que o “capitalismo já não era mais o mesmo” aquele que “os clássicos costumavam ver como uma máquina de produção, que produz um excedente a partir do qual os proprietários pagavam juros aos bancos que os financiavam”, a proeminência das finanças impunha, a partir de então, características que retiravam esse protagonismo da esfera produtiva para distribuí-lo num conjunto diferenciado de agentes. Assim, **“atualmente a maior parte dos juros não provém dessa fonte (a propriedade empresarial), mas de governos, países em desenvolvimento, consumidores e proprietários domésticos diretamente”**. Isso nos conduz a uma situação na qual a contínua contração da “máquina produtora de excedente” relativamente à grande estrutura financeira resultaria numa tendência incontornável de uma maior extração direta de juros. As indagações decorrentes dessa afirmação deixaram profundas trilhas num terreno fértil de pesquisa, cujas respostas provisórias apareceriam décadas posteriores: tais transformações fizeram diferença e passaram a compor uma característica permanente do sistema, por sua vez confrontado a dificuldades ulteriores.

Essa premissa abre em amplitude e profundidade uma pertinente compreensão do fenômeno da financeirização antes que a mesma fosse vista como um regime de crescimento puxado pelas finanças que, à primeira vista, apresentasse sua feição de ciclo virtuoso. Como salienta HEIN et ali. (2015), o colapso do fordismo deu lugar a aparição e desenvolvimento de possíveis regimes candidatos à sua sucessão, apontados por BOYER (2000), sendo que o “*regime de crescimento puxado pelas finanças*” (finance-led growth regime) teria caracterizado os Estados Unidos e o Reino Unido desde a década de 1990. Em consequência, **a principal característica do regime de crescimento liderado pelas finanças (RCF) é o significativo papel desempenhado pelas finanças e as alianças entre gestores e acionistas, em oposição ao compromisso capital-trabalho vigente à época fordista**. No RCF, a relação salarial é dominada pela flexibilidade do emprego e pela moderação salarial, seguidos pela crescente importância dos esquemas de participação nos lucros das empresas e nos fundos de pensão para a renda das famílias dos trabalhadores. O aumento da liberalização financeira intensificou a relação entre as finanças e o resto da economia, tornando a economia global, por sua vez, mais volátil e suscetível à instabilidade e crises financeiras.

Em sua forma canônica, a valorização no mercado de capitais está no centro do regime de acumulação *finance-led*, uma vez que é nesse núcleo fundamental que o mercado dita as estratégias corporativas,

<sup>3</sup> O texto originalmente foi escrito em julho de 1990 e apresentado durante o “International Summer School for Advanced Economic Studies”, também conhecido como *Trieste School* em agosto de 1990. Foi finalmente publicado em 2012 na PSL Quarterly Review, sob o título de “Effective Demand in the Short and in the Long Run”.

subordinando a gestão das empresas industriais e das demais corporações não-financeiras aos seus interesses diretos. A intensificação do controle corporativo pelo mercado exige uma gestão dedicada em manter elevados os preços das ações, a fim de evitar aquisições hostis, resultando num acirramento contínuo da competição. Outra estratégia essencial do controle corporativo impõe um pagamento elevado de dividendos para sustentar um retorno mínimo sobre o capital próprio, **o que diminui a participação dos lucros a serem reinvestidos ou a poupança empresarial disponível, e que neutraliza o crescimento da própria empresa, rompendo o que CORDONNIER (2006) chama de “lei de Kalecki restrita”**<sup>4</sup>, ou seja, uma economia que em seus contornos mais esquemáticos teria a rentabilidade do capital governada por uma lei muito simplificada, sendo igual (e determinada) pela taxa de acumulação, assumindo como ponto de partida que o montante global dos lucros seja igual ao investimento corrente.

Esse aspecto fundamental do declínio da acumulação produtiva e a financeirização da dívida<sup>5</sup> possui profundas raízes com o desenvolvimento das economias com mercados financeiros desregulados e política econômica determinada pela trajetória da taxa de juros. Em épocas anteriores, a analogia entre os problemas de déficit orçamentário permanente e a contínua produção de juros pelo sistema econômico expunha a imperativa necessidade de acumulação de uma dívida que não é “coberta” ou tornada “sustentável” por ativos do setor produtivo. Em ambas as situações ocorrem uma extração de juros que não pagos a partir do excedente e/ou superávit, o que concorre para uma maior acumulação sistêmica de dívida. AKYÜZ et al. (2010) enfatizam que, até recentemente, a análise por parte das instituições de Bretton Woods (IBW) sobre a sustentabilidade da dívida pautou-se na evidência extraída dos países de baixa renda. Limitando-se a entendê-la principalmente como um problema de transferência externa, uma vez que a dívida pública nessas nações é identificada com a concessão de empréstimos externos soberanos, na forma típica que caracterizou os *twin deficits* no início dos anos 1980 como um fato estilizado generalizável para todas as situações possíveis e imagináveis<sup>6</sup>.

## **2. As desventuras do regime capitalista dominado pelas finanças no Brasil: quando a rentabilidade de novos investimentos se desconectam do ciclo econômico...**

A recuperação econômica durante o pós-guerra norte americano foi paradigmática para decifrar uma complexa situação onde uma economia deprimida consegue atingir um dinamismo inesperado. Os efeitos produzidos pela sustentação da demanda efetiva garantiram níveis de renda e emprego capazes de reanimar uma extraordinária expansão da economia ocidental, longa e duradoura, entronizada no mundo dos fatos estilizados como os *Trinta Gloriosos* ou a chamada *Golden Age* do capitalismo nos países da OCDE. Dois elementos combinados, aparentemente contraditórios, são lançados na explicação desse processo que supõem o funcionamento do *teorema de Haavelmo* e uma política tributária progressiva sobre os lucros<sup>7</sup>. Essa importante sustentabilidade fiscal<sup>8</sup> subjacente à recuperação é um tema fundamental para dar coerência, inclusive apoio empírico, no comportamento dos investimentos. Dessa forma, não haveria problemas para

<sup>4</sup> Cordonnier afirma que a «lei de Kalecki» pode ser encontrada em diversas passagens de sua obra, principalmente nos seus *Studies in Economic Dynamics* (1943) e na *Theory of Economic Dynamics* (1954).

<sup>5</sup> Principalmente da dívida pública.

<sup>6</sup> De meados para finais da década de 1980, a economia norte-americana gerou simultaneamente, pela primeira vez, um apreciável déficit orçamentário federal simétrico ao déficit em conta corrente registrado em seu balanço de pagamentos, fato considerado inaudito no período pós-guerra. A literatura econômica consagrou atenção a esse problema, que ficou conhecido como os "déficits gêmeos", como propõe o importante trabalho de Blecker (1992). A teoria convencional apoia-se, sobretudo, nos supostos efeitos "crowding-out" do investimento privado pelo investimento público.

<sup>7</sup> Steindl observa que o teorema de Haavelmo parte “dos indivíduos médios que pagam impostos e realizam poupanças”, enquanto Kalecki parte de assalariados e os receptores de lucros. Sua conclusão é que a expansão somente ocorre quando os impostos atingem os lucros e não o consumo de massa.

<sup>8</sup> A despeito de sua importância, não será aqui considerada a decisiva questão fiscal e seus impactos sobre a economia brasileira. Tal incursão exigiria uma digressão muito extensa para os propósitos deste artigo.

um incremento do dispêndio público maior financiado por um aumento dos impostos e/ou das contribuições sociais. A hipótese do orçamento equilibrado no sentido keynesiano tradicional supõe que o efeito multiplicador combinado sobre despesas e receitas públicas, tenha como resultante um saldo positivo sobre a capacidade fiscal e o crescimento do produto. Todavia, ainda no início dos anos 1980, uma parte da literatura teórica e empírica já considerasse a possibilidade do efeito invertido e negativo do multiplicador, com base nas evidências das economias europeias e americana, como em KNOESTER (1983) e (1993). No entanto, o próprio HAAVELMO (1945) relativiza o elevado otimismo de sua análise, ao considerar que seu modelo abstraía a ocorrência de efeitos redistributivos sobre a renda.

Assim, no sentido kaleckiano, o **teorema** e uma virtual política expansionista dele derivada só é tornada possível quando o investimento e a relação funcional entre consumo e renda são conhecidos, ou seja, precisa estar associado a uma política de investimento voltada precipuamente na garantia da produção de “pleno emprego” e na estratégia que venha a impedir a formação de desequilíbrios intersetoriais. Em síntese, tanto o investimento público e privado tem como objetivo a criação de **bens de capital** para a produção dos bens de consumo correspondentes e não a geração de empregos, como assinala HALEVI (2016). De modo recíproco, o propósito da despesa pública nessa condição é proporcionar a geração de uma demanda efetiva na sustentação do consumo de massa, financiado pela substituição gradual do déficit orçamentário por uma progressiva tributação da renda, apenas quando um alto nível de ocupação é alcançado. Essas funções específicas do investimento público e privado colocam a demanda agregada na condição de indicador e não como uma magnitude que proporciona uma base sólida para uma possível ação prática<sup>9</sup>. Além disso, devem ser definidos os setores para os quais serão tomadas medidas de estímulo, considerando, sobretudo, as classes sociais que se beneficiarão da elevação da demanda proporcionada pelo aumento da despesa pública. Esses efeitos, inclusive, possuem conexão direta com possíveis situações que influenciam a necessária relação estabelecida entre o dispêndio, o déficit público e o processo inflacionário.

Nesse sentido, a compatibilidade entre a despesa pública e o “estado de confiança” deve ser garantida pelo aumento do investimento privado, através de incentivos adequados como forma de sustentação do emprego e do crescimento. O nexu lucro-investimento necessita da participação do empresário como um elo para que a intervenção ou impulsão estatal ganhe uma forma definida. Mesmo na tradição pós-keynesiana de crescimento e distribuição tradicional, a chamada função de investimento do tipo Badhuri-Marglin depende de uma taxa real de lucro associada a uma taxa de acumulação e expectativas significativas. É a taxa de lucro que cria o círculo virtuoso de expansão econômica sustentada, muito embora seja reconhecido que a relação entre lucros e juros num regime de crescimento possa ser positiva. Nos modelos denominados Minsky-Steindl, as variáveis financeiras, como os juros pagos e os *ratios* da dívida, são incorporados nas funções de investimento e poupança, salientando o papel desestabilizador da dívida e de seu serviço no processo de acumulação em curto e longo prazo. Esses modelos não assumem explicitamente a financeirização, mas reconhecem a capacidade das finanças em criar regimes expansivos. LAVOIE (1995) e HEIN (2007) desenvolvem modelos que são extensões monetárias de modelos de crescimento kaleckianos. Os efeitos do equilíbrio de curto prazo das variações da taxa de juros sobre a utilização da capacidade, a acumulação de capital e a taxa de lucro não são únicos, dependendo da constelação dos parâmetros do modelo. No modelo em questão, são os parâmetros da função poupança e investimento e uma dada relação dívida-capital, considerado um *mark-up* elástico aos juros. No trabalho em questão, o caso “normal” para os efeitos das variações da taxa de juros sobre o equilíbrio real torna-se geralmente mais provável, se o *mark-up* for juros-elástico. Isto ocorre devido a característica *wage-led* da função de investimento. Na mesma direção, são possíveis quatro modelos variantes que incorporam níveis de juros elevados para a economia<sup>10</sup> que, após a

<sup>9</sup> Ver Halevi (2016).

<sup>10</sup> No modelo kaleckiano simples eles reduzem a acumulação; no modelo cambridgiano-eichneriano, levam a taxas de lucro “normal”, “realizada” e de acumulação inferiores; finalmente, na versão neo-ricardiana, impõem uma taxa de lucro “normal” mais

fixação da taxa real de juros pela autoridade monetária, gera um *Minsky-Steindl nexus*, no qual taxas mais elevadas de juros podem levar a taxas de acumulação mais intensas ou declinantes. Em vista disso, a estabilidade de longo prazo está necessariamente associada à aparentemente obscura relação positiva entre taxas de juros reais e taxas de acumulação. Nesse modelo, a relação negativa padrão entre taxas de juros reais e a taxas de acumulação vincula-se a uma situação de instabilidade à longo prazo. A prevalência de suas condições impõe às economias capitalistas um afastamento de suas trajetórias de equilíbrio dinâmico<sup>11</sup> que podem apresentar crescimento lento. A depender do percurso assumido durante a transição, a aproximação entre as taxas de utilização de capacidade “realizadas” e “normais” ocorrerá, uma vez que a mesma deve ser considerada como uma variável endógena<sup>12</sup>. No interior desse ajustamento as decisões empresariais de investimento são submetidas a restrições apreciáveis, na medida em que elevadas razões dívida/empréstimos (alavancagem) desenvolvem um fenômeno conhecido como *paradoxo da dívida ou paradoxo da finança externa*, atribuído à STEINDL (1976). Segundo HEIN (2012), um circuito fechado onde “taxas decrescentes (crescentes) de acumulação de capital induzem as empresas a tentarem reduzir (aumentar) a razão de endividamento externo, mas os efeitos macroeconômicos de tal comportamento são tais que, a razão continuará a aumentar (decrecer), retroalimentando de modo negativo (positivo) seus efeitos sobre a acumulação de capital”. Noutros termos, o empenho na redução as taxas de endividamento em escala empresarial e setorial acaba por elevar a taxa de endividamento geral em nível macro.

**Tabela 1 –Brasil: taxas de juros de longo e de curto prazo  
Testes de causalidade à Granger para vários períodos**

Amostra: 1994M12 - 2016M09				
	Hipótese nula:	Obs.	Estatística F	Prob.
Lags: 2	TJLP does not Granger Cause SELIC	260	3.88691	0.0217
	SELIC does not Granger Cause TJLP		24.3709	2.E-10
Lags: 4	TJLP does not Granger Cause SELIC	258	7.97569	5.E-06
	SELIC does not Granger Cause TJLP		14.9292	6.E-11
Lags: 6	TJLP does not Granger Cause SELIC	256	3.91033	0.0002
	SELIC does not Granger Cause TJLP		6.25925	2.E-07
Lags: 8	TJLP does not Granger Cause SELIC	254	3.91033	0.0002
	SELIC does not Granger Cause TJLP		6.25925	2.E-07
Lags: 12	TJLP does not Granger Cause SELIC	250	4.16942	7.E-06
	SELIC does not Granger Cause TJLP		5.44872	4.E-08

Fonte: estimação dos autores com base nos dados do IPEADATA

O Brasil apresenta uma situação onde a virtual separação entre o “curto” e o longo “prazos” não se sustenta, apesar dos esforços institucionais de definição de uma taxa de juros de longo prazo para ancoragem do *funding* já ter sido estabelecida há algum tempo. No ciclo de preço dos ativos de caráter mynskiano, nos momentos ditos “normais” a expectativa é que as taxas de curto prazo se elevem, atraindo os investidores com posições em títulos externos para os internos, determinando um aumento da taxa de longo prazo. Entretanto, numa conjuntura de maior incerteza, as expectativas de elevação das taxas curtas internas se refletem numa queda nas taxas de longo prazo. Essas conexões contraditórias como salientam DA COSTA e DE DEOS (1999), são explicadas, em parte pelo receio que os juros internos tornem inviáveis as taxas de endividamento das firmas, mas também por uma estratégia de manutenção dos juros reais elevados, o que introduz um subsídio aos setores rentistas em detrimento de setores que podem elevar o nível de investimento

elevada, admitindo em variação “pós-clássica”, combinações de taxa de lucro com taxas de utilização da capacidade maiores ou menores. Ver Lavoie (1995), op.cit.

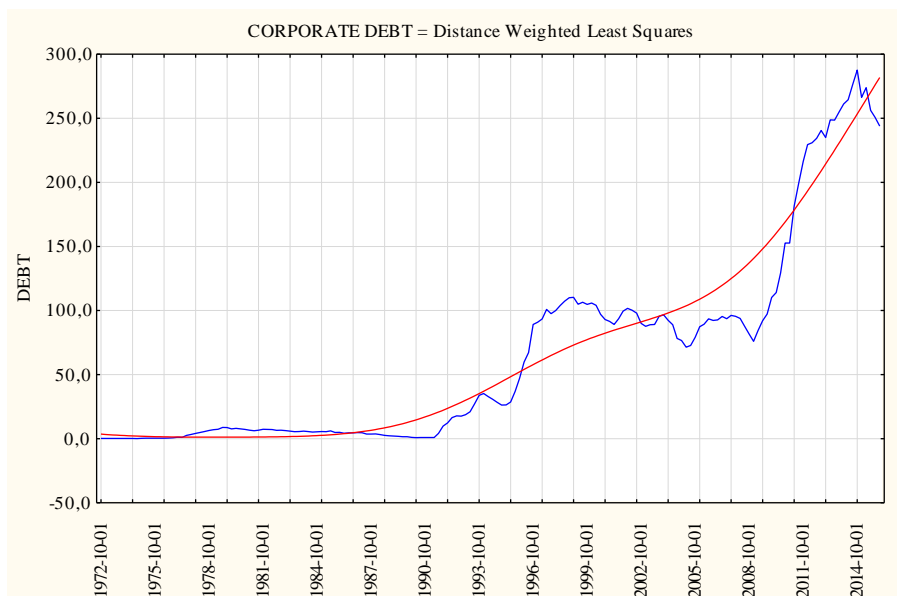
<sup>11</sup> Lavoie (1996) considera para os modelos kaleckianos um processo de ajustamento entre a taxa de utilização da capacidade produtiva “realizada” e a sua “taxa normal” à longo prazo, através de um processo de equalização.

<sup>12</sup> Uma rica discussão e uma verdadeira “controvérsia” sobre esse ponto é bem examinada por Nikiforos (2016).

da economia em geral. Na **Tabela 1**, a análise das taxas de longo (TJLP) e de curto prazo (SELIC) via o teste de causalidade de Granger, confirma em grande medida esse *feedback*, na medida em que os F-estatístico para várias defasagens são elevados e os valores das probabilidades são próxima de 0, ou seja, as variáveis *causam* mutuamente uma a outra. Essa hipótese reforça o argumento de que **o paradoxo da dívida se mostra de forma profunda na economia brasileira como uma especificidade de seu regime de acumulação recente**, após vários experimentos de política econômica. O instável equilíbrio de longo prazo cria uma situação na qual uma redução forçada das taxas de endividamento dos setores produtivos e dos segmentos financeiros desenvolvem situações ainda mais críticas no plano macro.

No plano individual das corporações, a financeirização por dívida, ou seja, aquela que não resulta tão somente da poupança empresarial financiada por lucros acumulados e mediante crédito obtido dos capitalistas rentistas, prossegue ainda através de novas emissões combinadas com o avanço da própria acumulação de capital e do endividamento externo às empresas. Assim, o capital a juros em sua forma estritamente monetária defronta-se com diversas formas de investimento financeiro, na condição de juros fixados em títulos contratuais (*shares*). Seu vínculo com os lucros gerados pelas empresas se estabelece sem que haja alguma predeterminação dos retornos, nem que a empresa emissora de ações compense o capital investido em sua aquisição. **Nesse ambiente, toda tentativa de reduzir o seu endividamento reduzindo os gastos com investimento, conduz ao endividamento crescente, provocado por uma queda da demanda efetiva e dos lucros, tornando as firmas ainda mais dependentes de financiamento via dívida.**

**Gráfico 1 - Brasil- Títulos de dívida emitidos por corporações não-financeiras 1972- 2016**



Fonte: Elaborado pelos autores, com uma tendência ajustada por mínimos quadrados ponderados usando os dados trimestrais dessazonalizados do Bank for International Settlements, *Amount Outstanding of International Debt Securities for Issuers in Non-Financial Corporations* (Corporate Issuers), All Maturities, Residence of Issuer in Brazil, obtido do FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/IDSNFAMRIA Obr>, November 29, 2016.

O **gráfico 1** apresenta a evolução em índice da dívida corporativa brasileira dos setores constituídos por empresas não-financeiras segundo dados do Banco de Compensações Internacionais, a qual evidencia, inicialmente, um salto significativo de seus níveis históricos desde meados dos anos 1990 para um patamar superior. Este comportamento decorre do processo de internacionalização financeira e produtiva da própria economia, no qual permanecerá até uma rápida ascensão após a crise que se desdobra no cenário mundial a partir de 2008. Mais recentemente, KO e LEE (2015) identificam, através de modificações no modelo



canônico de LAVOIE (1995), a emergência de modelos com características de crescimento com sobre-endividamento (*debt-burdened growth regime*), cuja natureza é muito próxima dos regimes de acumulação propostos por BRUNO et al. (2009) considerando as economias em desenvolvimento e o Brasil. Nesses, a financeirização está vinculada estruturalmente à renda de juros e possui como determinante axial o endividamento público interno, compondo o que pode ser considerado um regime centrado na acumulação rentista-patrimonial, o qual impõe uma severa sujeição das finanças públicas aos interesses das finanças globais. Nessa forma de financeirização as corporações se confrontam entre a escolha de investir com retornos incertos no longo prazo e compor um portfólio com a preponderância de títulos de dívida com retornos elevados no curto prazo.

Nessa situação, a hipótese da instabilidade financeira de Minsky, como salienta DE PAULA (2014), e o paradoxo da dívida de Steindl surgem como um fenômeno de instabilidade macroeconômica que se complementam no contexto de um capitalismo dirigido pelas finanças. A instabilidade em questão aparece como um regime alternativo de crescimento. A variabilidade macroeconômica daí decorrente acompanha mudanças estruturais que refletem mudanças de parâmetros nas decisões de investimento confrontadas aos riscos de insolvência. Nessa circunstância, as implicações “instabilidade macrodinâmica” possuem atributos distintos e complementares entre si. Os autores supracitados levam adiante a distinção conceitual proposta por VERCELLI (2001), quando instabilidade dinâmica está associada ao paradoxo da dívida de Steindl e a instabilidade estrutural é atributo que qualifica melhor a instabilidade financeira de Minsky<sup>13</sup>. A **instabilidade macrodinâmica** refere-se “à tendência de um sistema a divergir progressivamente do equilíbrio todas as vezes que é perturbado” e a **instabilidade estrutural** corresponde a “disposição para mudanças estruturais descontínuas, induzidas por perturbações” que um sistema possui. A análise dos ciclos econômicos não pode ser isolada da análise do crescimento, uma vez que os ciclos e o crescimento interagem através de uma estrutura econômica “estruturalmente instável”, presente em qualquer economia monetária e especialmente no capitalismo desenvolvido.

## **2.1 Experimentação na política econômica e as decisões de investimento: vícios públicos, dívidas privadas depois da crise de 2008 alcançam um nível extravagante...**

Se a análise do experimento francês de 1936-1937 e a política econômica nazista fizeram escola para o reconhecimento dos óbices políticos e institucionais para uma economia com crescimento sustentado, nos dias atuais as experimentações latino-americanas estabelecem um laboratório de experiências redivivas<sup>14</sup> na última década. Na interessante observação de que os ambientes adequados para a verificação de regularidades econômicas em seus respectivos regimes exigem ações que não ocorrem no “vácuo”, nem permanecem na inércia de uma suposta física social, podem-se encontrar paralelos da intervenção estatal sobre o ciclo<sup>15</sup>. Assim, **o prolongamento duradouro de um período com intenso incremento da taxa de ocupação da força de trabalho encontra uma reação das classes rentistas e de grupos da *petite bourgeoisie*, os quais sentem o declínio de sua participação na renda nacional.** O regresso à fórmula da ortodoxia financeira e o esgotamento que se segue, resultam da intensa participação das classes descontentes. Da mesma forma, a preservação do pleno emprego como política deliberada provoca uma nova situação social, em que o relaxamento da disciplina social capitalista sobre o trabalho alcança uma condição *sui generis*, onde o processo de utilização da capacidade para fins armamentistas coincide com a ascensão

<sup>13</sup> Por extensão, o *feed-back* entre o curto e o longo prazo, bem como o ciclo e o crescimento, presidem a instabilidade estrutural de uma economia monetária.

<sup>14</sup> A situação das economias venezuelana e argentina, caracterizadas por sérias instabilidades e retrocessos e o crescimento político dos partidos e organizações de direita na Europa e Estados Unidos, com a ascensão de governos conservadores, a exemplo da recente eleição de Donald Trump.

<sup>15</sup> Os artigos seminais de Kalecki “Stimulating the Business Upswing in Nazi Germany”. (1935) e “The lesson of Blum Experiment” (1938) oferecem insights interessantes a esse propósito. Ver Halevi (2016), op.cit.

empresarial e se reflete no aumento do consumo populacional, constituindo a única situação em que o próprio pleno emprego convive pacificamente com o nível de confiança. No caso brasileiro recente, no curso da segunda década pós-Plano Real, os maiores trunfos de longo prazo foram a eliminação da hiperinflação, o aumento do grau da formalização do mercado de trabalho e a redução das desigualdades, seguida da recuperação da “confiança internacional” através da melhoria do “grau de investimento”. Com efeito, a maior expansão pós-estabilização econômica foi acompanhada da manutenção do “pleno emprego”<sup>16</sup>, à despeito do declínio sistêmico da produtividade e da pressão de custos cambiais numa economia em franca elevação dos seus “custos médios”. Uma política de expansão do “consumo de massa”, mediante programas de renda mínima e de desoneração fiscal de bens de consumo duráveis e não-duráveis, ampliando a fratura fiscal e relegando ao segundo plano as medidas anti-recessivas, necessárias às mudanças econômicas também representaram experiências limite.

A compreensão qualificada dos períodos recentes de expansão da economia brasileira e os seus efeitos sobre a lucratividade macroeconômica não podem ignorar o comportamento da utilização da capacidade produtiva industrial ou da economia como um todo. Mesmo durante os breves períodos de baixo crescimento, as flutuações na produção e no emprego permaneceram ocorrendo como resultado das interações no plano competitivo-corporativo dos lucros, investimentos e da capacidade produtiva, quando os *mark-ups* não se ajustaram adequadamente, num contexto de declínio geral da produtividade. Assim, os setores que continuaram investindo e ampliando sua capacidade, aumentaram os lucros no circuito macro ao mesmo tempo em que incrementaram a capacidade localizada, mas ainda assim, sistêmica. No entanto, essa capacidade adicional termina por desestimular o investimento, deprimindo os lucros e desencorajando ainda mais o investimento, quando se espera que o mesmo se torne rentável novamente. Se o acréscimo dos preços sobre os custos (sobretudo os custos salariais) não diminuírem na hipótese da financeirização dos preços<sup>17</sup>, os salários reais mais elevados e, conseqüentemente, o consumo não podem aumentar para compensar a queda dos investimentos, conduzindo *a fortiori*, a uma contração da produção e do emprego.

Nesse sentido, para além dos determinantes estáticos dos *mark-ups*, o excesso de capacidade relativo que gera margens de lucro acima do normal, resulta em grande medida de novas tecnologias produtivas que elevam a capacidade e as perspectivas de expansão dos setores mais avançados e organizados na economia. Contudo, esse excesso de capacidade é capturado pela lógica *shareholder* de precificação, definida em escala internacional pelos *global players*, impedindo que uma política de redução dos preços permita o aumento do grau de utilização da capacidade produtiva instalada. Sua consequência se revela na depressão do investimento e na desaceleração econômica. Da mesma forma que a **industrialização precoce** é um fenômeno reconhecido internacionalmente<sup>18</sup>, a **maturidade precoce** torna-se um sério problema colateral, na medida em que a potencialidade do crescimento econômico sofre uma regressão para níveis de produtividade

<sup>16</sup> O argumento de que a economia brasileira esteve a pleno emprego no segundo governo Lula e primeiro Dilma precisa ser relativizado. O Brasil apresenta mercado de trabalho pouco estruturado, com elevado grau de informalidade e precarização das relações de emprego e não é razoável considerar-se qualquer tipo de ocupação como representativo da utilização plena, notadamente, do fator trabalho. Para a visão oficial, àquela época, considerar que a economia brasileira estava a pleno emprego resultava em aumento de seu capital político; mas para a oposição ortodoxa-liberal servia de argumento para justificar aumentos das taxas de juros e aplicação de políticas contracionistas, de acordo com sua crença de que toda inflação pode ser subsumida no conceito de inflação de demanda.

<sup>17</sup> Trata-se aqui da “financeirização dos preços”, um regime de formação de preços por meio do qual as taxas reais de juros e as taxas de inflação, as economias latino americanas, e a brasileira em particular, ajustam seus preços, uma vez que o controle corporativo dos oligopólios transnacionais se traduz em pressões por transferências reais de recursos sob a forma de juros e dividendos para matrizes dos grupos controladores. Ver CANUTO & MEIRELLES (2009).

<sup>18</sup> A UNCTAD - Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento, apresentou um relatório onde destaca os efeitos adversos da desindustrialização precoce para um conjunto de países de baixa renda e, em específico para países emergentes da América Latina, merecendo destaque, o Brasil. ROWTHORN, R. & RAMASWAMY, R. (1999), num *Staff Paper* do FMI também já apresentavam a especificidade dessa forma de desindustrialização.

inferiores e formas de rentismo mais retrógradas, ao invés de evoluir em direção a níveis superiores de produção industrial de alto valor adicionado segundo o que se convencionou chamar de **servitização**, ou o processo de criação de valor agregado, adicionando serviços a produtos<sup>19</sup>. Esse recuo a um estágio de maturidade antecipada ou de senilidade resulta da desconsideração das influências inovações sobre o investimento, na medida em que as tendências exógenas de inovação devem ser combinadas com a possibilidade de processos endógenos de crescimento das corporações, cujo modo de estrutura oligopólica ainda afeta a taxa de crescimento econômico. A própria ideia de maturidade supõe que o capital em excesso na economia cria dificuldades no plano concorrencial que adquire uma feição mais restritiva em condições corporativas oligopolísticas.

Ao invés da eliminação do capital pletórico, a subutilização da capacidade produtiva torna-se um método frequente de regime concorrencial e o que atualmente vem sendo chamado por “medo de crescer” domina o aspecto financeiro das decisões de investimento empresarial<sup>20</sup>. A notória influência de Steindl fica manifestada nessas considerações, muito embora o mesmo no início dos 1990 tenha ratificado a influência das corporações oligopólicas na tendência declinante do crescimento econômico das economias maduras, ou a estagnação. Numa passagem de Steindl (1966), isso fica patente: **“A explicação original de maturidade que ofereço se baseia na ideia de que a economia poderá continuar seu ritmo expansivo somente se parte do capital for suprimido, o que ocorre através da concorrência; a partir do momento em que a indústria alcança as condições oligopolistas, as ameaças decorrentes da concorrência intensiva implicarão em perdas generalizadas para o conjunto da indústria. Uma vez que a supressão de capital deixa de ser viável, firma-se a tendência em direção ao uso restringido da capacidade produtiva, vindo a predominar o receio na criação de excesso de capacidade nas decisões de investimento do empresário”**. A **política de estagnação** assume assim o lugar da teoria, uma vez que as condições para a retomada de políticas centradas no desenvolvimento são substituídas por mais 30 anos, por um largo conjunto de políticas anti-inflacionárias que, no final dos anos 1990, deram lugar ao regime de metas inflacionárias. Esse regime impôs-se como regra de ajustamento ao diapasão da lógica da acumulação sob o domínio das finanças desenvolveu-se no Brasil no curso de três décadas, dispondo de formas institucionais mais bem definidas de acordo com sua racionalidade e estratégias de valorização.

No sentido de compreender a incerteza referente às possíveis mudanças de regime ocorridas nesse período, procurou-se analisar o comportamento da taxa de acumulação em seus movimentos de ascensão e declínio ao longo de algumas décadas. Para tanto, utilizou-se a taxa de acumulação anual estimada da economia brasileira. Assim sendo, adotou-se o modelo de *markov-switching* (MS), no qual a probabilidade de mudança de regime é determinada endogenamente. O método de análise dos dados utilizou o modelo de HAMILTON (1989), com regime de probabilidade de transição constante, no qual se emprega a regressão aproximada de mudança de regime de Markov, cuja premissa é que as variáveis de estado latentes controlem o regime exógeno.

Nesse caso, assume-se a possibilidade de que, temporalmente, um número limitado de regimes pode ocorrer, sem a certeza de sua observação direta. Supõe-se então que uma economia de baixa acumulação de capital possua parâmetros distintos de uma economia de intensa acumulação produtiva.

De acordo com os resultados provenientes da **Tabela 2**, dois regimes são identificados:

#### **Regime 0 (estagnado)**

$$txacum^t_0 = -6.28581 - 0.263216*txfin_t + 2.15695*txu_t$$

<sup>19</sup> Essa expressão foi cunhada originalmente por VANDERMERWE e RADA (1988) para definir a emergência desse processo. Para uma ampla revisão de literatura, ver BAINES (2009).

<sup>20</sup>Ver, *On Maturity in Capitalist Economies*, Steindl (1966).

**Regime 1 (crescimento)**

$$txacum^t_1 = -5.79245 + 0.216734*txprof_t - 0.872460*txfin_t + 2.05592*txu_t$$

**Tabela 2** - Estimativa dos coeficientes para o Modelo de Mudança de Regime Markoviano  
Taxa de Acumulação no Brasil - Markov-Switching Dynamic Regression MS (2)  
Variável dependente: **txacum**

Variáveis	Coefficient	Std.Error	t-value	t-prob
<b>trend</b>	0.00716525	0.001730	4.14	0.000
<b>constant(0)</b>	-6.28581	1.973	-3.19	0.003
<b>constant(1)</b>	-5.79245	0.6431	-9.01	0.000
<b>txprof(0)</b>	-0.00498583	0.2109	-0.0236	0.981
<b>txprof(1)</b>	0.216734	0.1224	1.77	0.083
<b>txfin(0)</b>	-0.263216	0.1407	-1.87	0.068
<b>txfin(1)</b>	-0.872460	0.08565	-10.2	0.000
<b>txu(0)</b>	2.15695	0.5857	3.68	0.001
<b>txu(1)</b>	2.05592	0.2086	9.86	0.000
<b>σ (sigma)0</b>	0.0815830	0.01542	5.29	0.000
<b>σ (sigma)1</b>	0.0388130	0.006056	6.41	0.000
<b>p_{0 0}</b>	0.780414	0.1468	5.32	0.000
<b>p_{0 1}</b>	0.102012	0.07030	1.45	0.153
<b>log-likelihood</b>	86.6494105			
<b>no. of observations</b>	6	no. of parameters	13	
mean (txacum)	3.03506	var(txacum)	0.0563465	
AIC.T	-147.298821	AIC	-2.45498035	
Linearity LR-test Chi^2(7) = 29.767 [0.0001]** approximate upperbound: [0.0000]**				
Fonte: elaborado pelos autores.				

Sob o **Regime 0**, as estimativas indicam que a taxa de acumulação é afetada negativamente pela taxa macroeconômica de financeirização e positivamente pela taxa de utilização da capacidade produtiva. Entretanto, a taxa de lucro não é estatisticamente significativa nessa especificação, além de apresentar um sinal contrário ao esperado. **Nesse regime, a estagnação se impõe de maneira mais contundente sobre a atonia inversora através de períodos identificáveis na economia brasileira a longo prazo.** Do ponto de vista teórico, espera-se que, toda vez que a taxa de lucro aumente, a acumulação venha a se beneficiar desses movimentos, da mesma forma que a taxa de utilização da capacidade responda de modo positivo às transformações na acumulação através dos componentes de demanda do investimento via efeito multiplicador. Todavia, após certo lapso temporal, a capacidade de oferta também se expande e acaba influenciando o ciclo e a tendência do produto. Com efeito, a sustentabilidade de uma trajetória de crescimento requer que o investimento tenha uma expansão *pari passu* com a ampliação da economia. Assim, a variação da parte dos lucros que não são investidos passa a estabelecer uma coerência de curto e longo prazos com a diferença entre as margens de lucro empresariais e as taxas de investimento. Espera-se que tal processo se expresse em taxas de financeirização que, por seu turno, apresentem um sinal negativo em seu efeito sobre a acumulação. Nos testes, os coeficientes estimados da variável **txfin** tiveram esse sinal.

No **Regime 1**, o crescimento sob o efeito macroeconômico das finanças se manifesta segundo regimes ou estados de fases que, por seu turno, configuram diversas tipologias que evoluem ao longo do tempo. A taxa

de acumulação é afetada positivamente pelas variações da taxa de lucro e de utilização da capacidade e negativamente pela taxa de financeirização como esperado, da mesma forma que no regime 0. Sob o Regime 1 o efeito dos aumentos da taxa de financeirização sobre a taxa de acumulação são superiores ao do Regime 0, sendo que um aumento 21% da taxa de lucro sobre a mesma tem a contrapartida negativa de 87% da taxa de financeirização, permanecendo os mesmos níveis de utilização, com valores dos coeficientes situados em torno de 2 na estimação. Esse efeito reflete, em grande medida a importância da **financeirização por juros brasileira**, diferente daquela que, nos países desenvolvidos, comportou uma fase preponderante de recebimento de juros, proveniente das economias latino americanas nos anos 1980 e dos dividendos e recompra de ações dos países que avançaram rapidamente na liberalização produtiva, comercial e financeira ainda nos anos 1990.

Há assim sustentação empírica para a hipótese da existência de dois regimes, um deles denominado de “**crescimento**” outro reconhecido na qualidade de **estagnado**, dotados com características opostas, mas alternando-se ao longo do tempo, sem que ambos, contudo, sejam determinísticos. De acordo com a **Matriz de Transição** presente na **Tabela 3**, percebe-se que tanto os Regimes possuem probabilidades de transição diferentes. A probabilidade de permanecer no **Regime 0** é menor que no **Regime 1**, que é o mais persistente. A persistência média dos regimes é de **3.75 anos** no **Regime 0** e **11.25 anos** no **Regime 1**. Assim, pode-se afirmar que, ao nível de significância de 5%, **houve um regime com influência do lucro macroeconômico (crescimento), mas dominado pelas finanças e outro com predominância da taxa de financeirização sobre a acumulação de capital, um regime de baixa influência das decisões empresariais sobre o investimento (estagnado)**<sup>21</sup>.

**Tabela 3** - Matriz de Transição

	<b>Regime 0,t</b>	<b>Regime 1,t</b>
<b>Regime 0,t+1</b>	0.78041	0.10201
<b>Regime 1,t+1</b>	0.2195	0.89799

Fonte: elaborado pelos autores.

O comportamento dos resíduos do modelo permite observar que a hipótese nula de normalidade dos resíduos não foi rejeitada, uma vez que a estatística qui-quadrado não foi significativa (*Normality test*). Em seguida, o teste ARCH (1,1) apresenta uma estatística F não significativa, descartando a conveniência de modelagem com heterocedasticidade. Finalmente, o teste de Portmanteau confirma a ausência de autocorrelação dos resíduos, uma vez que o teste com oito defasagens não foi significativo ao nível de 5% de significância, de acordo com a **Tabela 4**. Esses resultados confirmam a adequação do modelo proposto.

**Tabela 4** – Teste de Normalidade, Heterocedasticidade e Autocorrelação

Test	Estatística do teste	p-valor
Normality test	Chi <sup>2</sup> (2) = 1.3464	[0.5101]
ARCH 1-1 test	F(1,45) = 1.5213	[0.2238]
Portmanteau( 8 lags)	Chi <sup>2</sup> (7) = 5.2311	[0.6318]

Fonte: elaborado pelos autores.

<sup>21</sup> A noção de regime aqui extrapola a emergência histórica da financeirização como associada de forma mais correta às mutações do capitalismo após a década de 1980, uma vez que a metodologia empírica empregada não considera que transição entre regimes sejam eventos determinísticos.

Na **Tabela 5**, as respectivas durações esperadas dos regimes são, respectivamente, de 15 anos (regimes estagnados) e 45 anos (regimes de crescimento). Uma vez que a variável assume em princípio um valor compatível com um regime de crescimento, a duração média desse estado é de 3.75 anos para o primeiro regime e 11.25 anos, para o segundo. Predomina o possível **estado de crescimento**, o que pode estar indicando a coexistência de longos períodos de lenta acumulação, com períodos mais curtos em que há um esforço de aumento do investimento de modo mais intenso, mas que se torna volátil, descontinuado e pouco sustentável. Sempre vulnerável aos choques externos e conjunturas políticas de crise institucional, a despeito de diferentes planos de estabilização que foram experimentados no curso das últimas décadas. O coeficiente de tendência, apesar de ser significativo do ponto de vista estatístico, é bastante baixo. Isso permite recuperar a tendência à estagnação furtadiana, em seu sentido mais preciso, compreendida principalmente, como um desenvolvimento contraditório da estrutura da economia brasileira que segue mais intensamente uma trajetória flutuante com tendência à estagnação no longo prazo do que de uma tendência à expansão de longo prazo.

**Tabela 5- Classificação dos regimes baseados em probabilidades suavizadas**

Regime 0	Anos	prob. média
1960 - 1962	3	0.758
1979 - 1986	8	0.864
1994 - 1994	1	0.583
2010 - 2012	3	0.978
Total: 15 anos (25.0%) com duração média de 3.75 anos.		
Regime 1	Anos	prob. média
1953 - 1959	7	0.973
1963 - 1978	16	0.829
1987 - 1993	7	0.837
1995 - 2009	15	0.950
Total: 45 anos (75.0%) com duração média de 11.25 anos.		

Fonte: elaborado pelos autores.

Na **Tabela 6**, a seguir, apresenta-se uma tipologia aproximativa dos regimes de crescimento da economia brasileira com base na metodologia *markov-switching*. Podem ser então identificados oito regimes de crescimento, quando uma dominação financeira crescente vai assumindo um caráter mais definido a partir dos anos 1990. Neles, o caráter de crescimento ou estagnação aparece com características bastante diferentes entre si, observando alternâncias que não são determinísticas<sup>22</sup>. Primeiramente, tem-se **um regime de crescimento industrial nos anos 1953-1959, que coincide com o primeiro ciclo industrial completo, que de acordo com Bresser-Pereira (2003) se desenvolve partir dos anos 1950**, a medida que a densidade industrial da economia já dispunha de uma indústria de bens de consumo, bens de capital e insumos básicos possibilitou a existência de ciclos endógenos entre 1953-1959. Em seguida, **um regime industrial estagnado, onde a desaceleração dá lugar às recessões de crescimento em 1960-1962. No regime que pode ser identificado entre 1963-1978, a expansão do “milagre” que se inicia em 1967 e se exaure em 1973**, identificam-se as condições institucionais de sua permanência. A persistência do modelo de substituição de importações no regime de 1979-1986, que não tinha se esgotado e foi consubstanciada no esforço do II PND atinge seus estertores no esgotamento do próprio regime, que culminaria numa acentuada crise do balanço de pagamentos ao longo dos anos 1980. **O regime que marca o lapso temporal de 1987-1993 inclui os períodos de grande instabilidade de preços (superinflação com forte componente inercial**

<sup>22</sup> As matrizes de transição incorporam assim as probabilidades de um regime ou o seu alternativo entrarem/saírem de vigência de maneira endógena.

em decorrência dos mecanismos de indexação) e de forte desaceleração da taxa de investimento. A estagnação da indústria e o atraso tecnológico refletem sua desconexão com as significativas mutações de ordem tecnológica e organizacional na economia mundial. O período de 1994 aparece como um curto regime que fixa o diapasão para as novas mudanças institucionais que se estenderão nos regimes seguintes.

**Tabela 7 – Tipologia dos regimes de crescimento brasileiros e a dominação financeira**

Período	Cresc. (% média)	Regime	Tipologia
1953-59	7,5	Regime 1	Regime de crescimento industrial
1960-62	8,2	Regime 0	Regime industrial estagnado
1963 -78	7,3	Regime 1	Regime crescimento com utilização da capacidade
1979 - 86	3,8	Regime 0	Regime de “marcha forçada”
1987-93	7,4	Regime 1	Regime industrial de “crescimento estagnado”
1994	5,3	Regime 0	Estabilização com "moeda indexada"
1995-09	2,9	Regime 1	Regime de dominação financeira "restringida"
2010-15	2.2	Regime 0	Regime estagnado "aberto" à dominação financeira

Fonte: elaborado pelos autores.

A fase de 1995-2009 inaugura um novo campo de operação de estabilidade para **uma extensão ainda relativamente restringida da dominação financeira**, ou seja, ela começa a se desconectar da taxa de acumulação de capital, uma expressão característica dos processos de financeirização. A partir desse momento, os capitais encontram fácil e rapidamente os canais institucionais de revalorização, através da ampla gama de ativos financeiros de alta rentabilidade e liquidez que uma economia financeirizada oferece, com garantias do Estado. No último regime, que se propaga no **período 2010-2015, a letargia do crescimento diante das contradições incessantes entre estrutura e política econômica** promovem, em última instância, as tensões sociopolíticas de uma crise duradoura. **Abre-se um campo para mudanças institucionais ainda indefinido.**

### 3. ... e o surgimento de um regime de crescimento estagnado pelas finanças como disciplina de “exceção”: entre o “tripé macroeconômico” e a “nova matriz macroeconômica”

A estagnação pelas finanças tornou-se uma possibilidade bem definida desde 2008, quando as imposições da economia mundial consolidam um **regime de acumulação sob dominância financeira no Brasil**. Mesmo depois da crise do *suprime*, deflagrada nos Estados Unidos ainda em 2007, as possíveis crises financeiras posteriores poderiam assumir a forma de crises econômicas ainda mais bruscas, até então vividas pelo capitalismo global. Sua persistência difundiu-se sobre a economia mundial, que ainda sofre suas

consequências, expressa de modos distintos nas economias nacionais. As causas gerais dessas crises financeiras e econômicas desenvolvem-se no fulcro criado pela própria financeirização ao fazer emergir um **capitalismo regido pelas finanças, onde os setores público e produtivo-industrial subordinam-se aos interesses da revalorização rentista-financeira dos capitais**. Sua presença constante, sujeita a remissões e reincidências, encontra amparo contínuo na política econômica de muitos países.

O aumento da renda financeira ou *rentier share* não deve ser elidido do papel ativo assumido pelo *rentier* ou pela classe rentista. Como propõem EPSTEIN e JAYADEV (2005), o rentista pode agenciar e lucrar, ao mesmo tempo, através do processo de financeirização. Por outro lado, a expansão da renda financeira nos termos de uma *rentier-share* que evolui ao longo do tempo possui vínculos diretos com as mudanças da política monetária e fiscal. **No caso brasileiro, o impacto dessas variáveis sobre os rendimentos dos setores rentistas manteve estreita relação com a política monetária restritiva, assim como com os movimentos alternados de laxismo e austeridade fiscal**. Desde 1999, a adoção da regra monetária através do regime de “metas inflacionárias” expôs-se as inconsistências e contradições dos regimes do capitalismo dominado pelas finanças. Nesse sentido, EPSTEIN e YELDAN (2008), examinaram a situação de vários países no âmbito internacional, considerando um painel variado, as condições de estabilidade através da *target-inflation* (TI). As evidências disponíveis em termos de indicadores macroeconômicos como expectativa comum dos países que promoveram a TI, na presunção de que a estabilidade dos preços conduziria ao um aumento do emprego e do crescimento sustentado não chegou a se verificar. De fato, a manutenção de taxas moderadas de inflação tem custos muito baixos ou inexistentes, todavia **os países onde os bancos centrais fixaram metas de inflação não apresentaram um melhor desempenho em termos de crescimento econômico ou de geração de emprego, chegando, inclusive, a alcançar resultados inferiores**.

A esse propósito, MICHL (2008) apresenta uma interessante análise partindo de um modelo de política monetária com regra Taylor onde a **meta inflacionária** é um caso particular. O resultado essencial desse trabalho revela que o conjunto de metas de política econômica alcançáveis não pode exceder o conjunto de instrumentos, fazendo com que a primeira regra seja subsumida pela regra de Tinbergen<sup>23</sup>. Esse aspecto foi em grande medida tratado por autores que apreciaram os regimes de política monetária, como OREIRO (2011) e (2017), quando analisa as marchas e contramarchas da política econômica do Brasil, premiada entre o “tripé macroeconômico” e a “nova matriz macroeconômica”. Na primeira, a política monetária estava submetida ao regime de metas de inflação, a política cambial adotava um regime de flutuação livre da taxa nominal de câmbio e a política fiscal seguia a geração de superávits primários significativos. Na segunda forma, essas metas são convertidas numa nova panóplia de instrumentos de política econômica, através da combinação de juros baixos, câmbio competitivo e política fiscal “amigável”, compatível com a expansão do investimento público.

Sob a vigência do “tripé macroeconômico”, as metas de política econômica consistiram na estabilidade da taxa de inflação, no equilíbrio do balanço de pagamentos e na estabilidade/redução da razão dívida pública/PIB. Nessa combinação, o crescimento da economia brasileira no longo-prazo só seria possível por intermédio de políticas de elevação da produtividade sistêmica, exigindo um aumento gradativo da abertura comercial e a intensificação do investimento em capital humano, como nos modelos de crescimento endógeno. Nessas circunstâncias, o regime de política econômica torna-se irrelevante para a tendência de crescimento de longo-prazo, uma vez que depende mais propriamente de fatores da oferta do que da gestão de demanda agregada. A construção de expectativas e de credibilidade através de um ambiente macro estável

<sup>23</sup> Tinbergen (1952) possui influência decisiva no desenvolvimento da metodologia subjacente à formulação de políticas econômicas. Löwe (1965) destaca a sua inovação ao propor a inversão do problema econômico para que o objetivo de política econômica desejada se tornasse um “dado” da teoria e a análise objetiva fosse identificar os meios econômicos adequados para a obtenção do macro-objetivo desejado.



para a tomada de decisão empresarial seria o percurso esperado para o aumento da taxa de acumulação de capital, com a conseqüente aceleração do crescimento da economia brasileira no médio prazo. Isso implicaria ter de imobilizar capital para elevar a taxa de investimento. Porém, como fazê-lo diante das alternativas fáceis, de alta liquidez e rentabilidade criadas pela financeirização da economia?

A partir de 2006, o regime de política macroeconômica brasileira, modifica-se com a flexibilização do “tripé macroeconômico”. A não inclusão dos investimentos públicos realizados pelo Governo Central do cálculo da meta de superávit primário imprimiu uma mudança na condução da política fiscal, fixada desde então, a partir de duas metas, a estabilidade do *ratio* dívida pública/PIB e o aumento do *ratio* investimento público/PIB. A tentativa de conciliação da estabilidade macroeconômica, conseguida com as políticas do “tripé rígido”, ensaiava uma adesão com medidas voltadas para um maior estímulo ao crescimento econômico pelo lado da demanda agregada (elevação do investimento público, redução da taxa de juros). O afastamento do “tripé rígido” constitui uma subversão aos ditames do “novo consenso macroeconômico”, cujo princípio fundamental é a estabilidade da taxa de inflação. Essa ampliação do escopo de objetivos do regime de política macroeconômica revela uma mudança na percepção da equipe econômica do governo a respeito da natureza do crescimento econômico. **Se na era do “tripé rígido” o crescimento econômico era visto como determinado pelo lado da oferta da economia, na era do “tripé flexível” o crescimento é visto como essencialmente determinado pelo lado da demanda agregada.** Daqui se segue que as políticas macroeconômicas serão orientadas, a partir desse momento, para a geração de uma elevada taxa de crescimento da demanda agregada doméstica, num viés de crescimento puxado pelo consumo<sup>24</sup>.

Em relação ao “Esquema de Tinbergen”, a existência de solução para o problema de política econômica exige, como se sabe, que  $n$  metas possuam  $n$  instrumentos linearmente independentes. Ainda que seja possível certo controle com a existência de menos instrumentos do que metas, as funções de perda social podem ser manipuladas sob a forma de um problema de otimização. Todavia, os conflitos ou *trade-offs* de política econômica no caso brasileiro atingiram *a posteriori*, situações irreconciliáveis. Em certo sentido, os objetivos de política econômica criaram no plano político social uma impossibilidade de solução nos termos Tinbergen<sup>25</sup>, à medida que, nos últimos anos, se afastaram de maneira abrupta, das formas político-institucionais existentes. A persistência da memória inflacionária longa<sup>26</sup> ultrapassa o comando exclusivo da autoridade monetária, uma vez que permanece constante na estrutura institucional, presente tanto nas indexações formais (preços administrados por contrato), como ainda nos desequilíbrios distributivos, que provocam o comportamento defensivo por parte dos agentes econômicos.

Nessa perspectiva, a presença do “eterno retorno” das metas inflacionárias expõe as contradições de uma economia que se transforma produzindo, recorrentemente, pressões inflacionárias de longo prazo. As hipóteses de endogeneidade da força de trabalho sujeita à uma oferta elástica, dado um salário de reserva e uma função de produção com coeficientes fixos, põe em evidência a questão da utilização da capacidade produtiva instalada, deixando manifesto os problemas relacionados aos ajustes de demanda efetiva e sua natureza distinta dos processos lentos que acompanham a acumulação de capital à longo prazo. Esse último ponto é decisivo no reconhecimento de que a convergência de longo prazo para posições totalmente ajustadas com utilização de capital normal não é atingida quando uma função de reação do banco central mais realista é considerada na análise. Isso implica a existência de políticas alternativas que não estejam confinadas ao

<sup>24</sup> Considerando-se o grau crescente de desindustrialização e o predomínio das commodities na pauta de exportações da economia brasileira, a restrição externa é continuamente reproduzida de maneira endógena e impõe limites às políticas econômicas promotoras da demanda interna nesse tipo de regime.

<sup>25</sup> Uma ilustração interessante sobre essa questão é oferecida por LICHA (2015). Supondo-se de maneira simples que a função de perda social seja quadrática, um valor de perda social “positivo” pode criar uma situação de impossibilidade para os formuladores de política econômica.

<sup>26</sup> Alguns trabalhos recentes procuram identificar o caráter da persistência inflacionária brasileira após várias experiências de estabilização sua estabilização pós-Real, como em FIGUEIREDO e MARQUES (2009) e CARVALHO (2014).

chamado **modelo do novo consenso macroeconômico** ou **nova síntese neoclássica**<sup>27</sup>, bem como da teoria do crescimento endógeno. Nesse caso, abrindo a possibilidade de políticas monetária e fiscal expansionistas e de fortalecimento da relação salarial com possíveis efeitos de longo prazo favoráveis a acumulação.

Por conseguinte, a crise financeira e econômica iniciada em 2007 compõe uma parte da desagregação geral da ordem corporativa capitalista que atinge tanto o setor real como o financeiro. BOUGRINE e ROCHON (2016) identificam práticas que produziram profundas mudanças no sistema capitalista, alterando o *modus operandi* das instituições financeiras e bancárias e consentindo que os financistas concentrassem riqueza de modo privilegiado e independente do setor produtivo. Nesse sentido, a articulação de três etapas integradas, (i) medidas de austeridade fiscal prolongadas que criaram as condições para a distribuição desigual da riqueza e sua concentração, (ii) a criação do mercado de títulos com ativos subjacentes (*asset-backed securities*) na busca por maior rendimento para os detentores da riqueza acumulada; aí incluídas as obrigações de dívida com garantia (*collateralized debt obligations*) do grau *subprime*. Essa combinação de políticas econômicas de austeridade com experimentações financeiras com vocação de finança tipo *Ponzi*, criaram a estabilidade da atividade produtiva abaixo dos níveis de pleno emprego, ou seja o uma situação de equilíbrio de subemprego keynesiano nas economias desenvolvidas.

A adesão tardia aos ditames da austeridade impôs à economia brasileira um quadro nuançado de ingresso na estagnação. De modo distinto do caráter neomercantilista dos países do Sudeste Asiático, na América Latina, o capitalismo dominado pelas finanças irá recriar desequilíbrios externos sob novas modalidades. Ocorre então uma combinação de reprimarização da pauta exportadora aliada ao processo de desindustrialização, com a limitação relativa dos mercados internos que, contudo, reagiram seguindo políticas econômicas que reforçaram a presença do setor financeiro e do mercado habitacional, impulsionando o consumo e o crédito às famílias, propiciando a elevação das taxas de crescimento do consumo assalariado. Um segundo aspecto importante liga-se à abertura externa que se torna uma via especial para extração de superávits. Esse aspecto é bem compreendido por LEVY-ORLIK (2012) e LEVY (2016) que torna explícito o mecanismo de extração de lucros promovido pelos países desenvolvidos através do comércio internacional e às expensas dos países em desenvolvimento

### 3.1 Estrutura metodológica para a verificação empírica das decisões de investimento em suas relações de curto e longo prazos

O declínio do lucro empresarial, os impactos da demanda agregada e o papel financeirização pela renda de juros da economia brasileira oferecem uma base empírica para testar, numa perspectiva heterodoxa e keynesiana, seus efeitos macroeconômicos sobre a queda do investimento em capital fixo. De modo específico, a hipótese de que a redistribuição seja canalizada para o circuito da valorização financeira em detrimento da acumulação produtiva tem sido um fator que contribui para a desaceleração da acumulação de capital e do crescimento econômico que pode ser testada usando a seguinte especificação:

$$k_t = \pi_t + da_t + ws_t + INTGDP_t + RUC_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Onde  $k_t$  é o estoque de capital fixo produtivo;  $\pi_t$ , é a taxa de lucro empresarial;  $da_t$  corresponde a demanda agregada e;  $ws_t$  é a *wage share*, medida macroeconômica do custo unitário do trabalho. Adicionalmente, a taxa de utilização do capital produtivo,  $RUC_t$  e a razão juros pagos em como proporção do PIB,  $INTGDP_t$ , são empregados como regressores fixos. Essa função de investimento pós-keynesiana, baseada em

<sup>27</sup> Como bem assinalam Lavoie e Kriesler (2007), ao examinar criticamente as possibilidades do modelo de Dumenil e Lévy (1999), slogan de direita TINA - "There Is No Alternative", sua justificativa deve ser encontradas em outros lugares do que na teoria macroeconômica clássica ou marxista. Recentemente, DE CARVALHO (2017), faz observações de teor semelhante para os desdobramentos da crise brasileira.

FAZZARI e MOTT (1986), ALEXIOU e PITELIS (2003), STOCKHAMMER (2004) e ALEXIOU (2010), considera o impacto da demanda agregada, a participação nos lucros empresariais nas decisões de investimento da economia, assumindo num modelo genérico de longo prazo, uma relação linear entre as variáveis.

Para avaliar as decisões de investimento no contexto da financeirização, considerando o aspecto distributivo e o conflito intercapitalista a partir de uma lógica situada entre a dominação financeira e aquela que é definida como empresarial, utiliza-se nessa seção o teste fronteira com cointegração de PESARAN et al. (2001), bem como o modelo de correção de erros<sup>28</sup>. Nessa abordagem, procura-se verificar se há uma relação de longo prazo entre as variáveis, sem que seja necessário que sua ordem de integração seja a mesma, contanto que sejam I(0) ou I(1), ou ainda integradas de modo fracionário, mas o teste é especificado para variáveis com ordem de integração menor do I(2). Na condução desta análise, o teste é estimado utilizando como base a dinâmica do modelo de correção de erros (ECM), além do teste para verificar se as variáveis defasadas conjuntas são significativamente diferentes de zero.

$$\Delta k_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta k_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta \pi_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} \Delta da_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{4i} \Delta ws_{t-1} + \beta_5 k_{t-1} + \beta_6 da_{t-1} + \beta_7 ws_{t-1} + \beta_8 INTGDP_t + \beta_9 RUC_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

A primeira parte da Equação (2) que tem  $\beta_1, \dots, \beta_4$  representa a dinâmica de curto prazo do modelo enquanto  $\beta_5, \dots, \beta_7$  representam as relações de longo prazo. Os parâmetros  $\beta_8$  e  $\beta_9$  são associados aos regressores fixos. O operador  $\Delta$  é a primeira diferença e  $p$  a extensão da defasagem ótima. Assim, deve ser testada a hipótese conjunta de que os multiplicadores de longo prazo das variáveis com defasagem temporal são iguais a zero, contra a hipótese de que, pelo menos um deles, é diferente de zero. Na existência de ao menos uma relação de cointegração, a hipótese nula é rejeitada. A relação de longo prazo tem seu teste realizado mediante um procedimento de testes de limites (*bound tests*). Este procedimento está baseado no teste F ou na estatística de Wald, constituindo a primeira etapa do método de cointegração com o modelo auto-regressivo de defasagem distribuída ARDL (Auto-Regressive Distributed Lag)<sup>29</sup>. Um teste de significância conjunto que não implica cointegração também é realizado.

$$k_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta k_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta \pi_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} \Delta da_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{4i} ws_{t-1} + \beta_5 INTGDP_t + \beta_6 RUC_t + u_t \quad (3)$$

A ordem de retardos do modelo ARDL foi selecionada após a utilização dos critérios de escolha de Akaike (AIC) ou pelo critério de Schwartz Bayesian (SBC) antes que o modelo selecionado fosse estimado através de mínimos quadrados ordinários. Com efeito, o lag de defasagem escolhido foi o AIC. Finalmente, a velocidade de ajuste para o nível de equilíbrio após um choque é captada pela representação de correção de erro que é transmitida da seguinte forma:

$$\Delta k_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta k_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta \pi + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} \Delta da_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{4i} \Delta v_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_5 \Delta ws_{t-1} + \beta_{11} INTGDP_t + \beta_{12} RUC_{12} + \lambda EC_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$EC = k_t - \beta_0 - \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta k_{t-1} - \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta \pi_{t-1} - \sum_{i=1}^p \beta_{3i} \Delta da_{t-1} - \sum_{i=1}^p \beta_{4i} \Delta v_{t-1} - \sum_{i=1}^p \beta_5 \Delta ws_{t-1} + \beta_{11} INTGDP_t + \beta_{12} RUC_{12} \quad (5)$$

A despeito de a metodologia ARDL não exigir um teste preliminar de raízes unitárias, foram utilizados os testes padrão de raízes unitárias – DF-GLS, PP e KPSS - para ratificar que as variáveis não fossem de ordem

<sup>28</sup> Empregou-se uma especificação de ALEXIOU e NELLIS (2016), com a inclusão de dois regressores fixos.

<sup>29</sup> O teste F utilizado para este procedimento é realizado através do teste de Wald e tem uma distribuição, cujos valores críticos assintóticos são fornecidos por Pesaran, Shin e Smith (2001).

dois, I (2). Essas evidências tornariam inválidas a Estatística - F para a existência de uma relação de cointegração. Uma rápida inspeção dos resultados apresentados na **Tabela 8** abaixo, sugere que as séries temporais podem ser consideradas como variáveis I (1).

**Tabela 8** - Teste das raízes unitárias

Variáveis	$k_t$	$\pi_t$	$da_t$	$ws_t$	$INTGDP_t$	$RUC_t$
<b>DF-GLS</b>						
Nível	1.034798	1.812968	0.969548	0.270343	-2.574605*	-1.520297
Primeira diferença	-9.635096*	-0.563140*	-2.359892*	-5.946336*	-2.137333*	-1.570214**
<b>PP</b>						
Nível	-0.784555	-0.220838	-0.896315	0.526525	-1.587424	-1.411322
Primeira diferença	-10.25270*	-12.84029*	-7.235301*	-8.097369*	-3.106469*	-10.40027*
<b>KPSS</b>						
Nível	1.170872	1.161815	1.088772	0.665929*	0.317302*	0.214976*
Primeira diferença	0.072292*	0.131362*	0.103761*	0.554997*	0.099690*	0.290609*

Notas: (\*) teste significância ao nível de 1%, i.e. as variáveis são integradas de ordem um, I (1). Teste de significância ao nível de 10%, para o teste de Elliott-Rothenberg-Stock (DF-GLS). Fonte: elaborado pelos autores.

A **Tabela 9**, na sequência, apresenta os resultados das estimações de curto prazo do modelo.

**Tabela 9** - Resultados da estimação - ARDL (1, 0, 0, 3) 1991Q4 - 2015Q4  
Variável dependente: KPROD Regressores dinâmicos (4 lags, automático): RENTRE WS AD  
Regressores fixos: INTGDP RUC C

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
<b>KPROD(-1)</b>	0.511769	0.096255	5.316779	0.0000
<b>RENTRE</b>	0.949454	0.392200	2.420837	0.0176
<b>WS</b>	0.384971	0.533673	0.721361	0.4726
<b>AD</b>	1.283378	0.354669	3.618523	0.0005
<b>AD(-1)</b>	-1.021464	0.451482	-2.262470	0.0262
<b>AD(-2)</b>	1.204965	0.429522	2.805363	0.0062
<b>AD(-3)</b>	-0.636366	0.308413	-2.063355	0.0421
<b>INTGDP</b>	0.904933	0.338863	2.670493	0.0090
<b>RUC</b>	0.399663	0.215229	1.856917	0.0667
<b>C</b>	-271.9390	74.74454	-3.638245	0.0005

Fonte: elaborado pelos autores. Estatísticas do teste no Apêndice

A seleção do modelo ARDL (1,0,0,3) permite observar que todas variáveis são significativas, com exceção da *wage share*. O sinal esperado expresso nas derivadas parciais -  $f_{\pi_t} > 0$ ;  $f_{da_t} > 0$ ;  $f_{ws_t} < 0$ ;  $RUC_t > 0$ ;  $INTGDP_t \leq 0$ ; é verificado nas estimações efetuadas. O financiamento interno das firmas através de  $\pi_t$  (RENTRE 0.949454) e a da demanda agregada  $da_t$  (AD 1.283378) atuam estimulando o crescimento do estoque de capital fixo produtivo. A vulnerabilidade externa relativa da economia que se expressa positivamente (inverso ao sinal esperado) através de pagamento de juros como proporção do PIB (INTGDP 0.904933) é uma fração do componente de passivo externo que revela o contágio da crise financeira em 2008 e em 2009, bem como a natureza financeirizada da economia brasileira. A especificidade do regime de crescimento do país faz com que o *credit crunch* não opere uma **ruptura verdadeira** com a economia mundial, na medida em que o Estado pode limitar os efeitos de contágio, embora não possa evitá-lo<sup>30</sup>. O ciclo

<sup>30</sup> Ver a esse respeito os artigos de Salama (2009) e (2010).

expansivo, aparentemente desconectado das conjunturas de crise, aparece como uma fase de um ciclo prévio e mais longo, de baixa capitalização das empresas transnacionais presentes do país emergente que tem como contrapartida, a desvalorização cambial e o endividamento empresas nacional em moeda estrangeira. A taxa de utilização da capacidade ( $RUC_t$  0.399663) atua como uma variável de aceleração com o sinal esperado (positivo), revelando o caráter auto-sustentado das flutuações do investimento relativamente ao estoque de capital.

Os efeitos distributivos da renda, dos quais se espera sejam negativos, têm, no entanto, resultado pouco significativo encontrado para a variável distributiva *wage share* (*ws*) 0.384971 (*t-estatístico* 0.4726). Isso é sintomático do caráter que a distribuição funcional vem assumindo em sua relação com a demanda agregada. Esse resultado contesta os argumentos contemporâneos do **crescimento puxado pelos salários** (*wage-led growth*) que, partindo da suposição que uma mudança da distribuição em favor dos assalariados tende a impulsionar a demanda, supondo que a propensão capitalista a poupar é superior à propensão dos trabalhadores (conforme Kaldor, apud Arrous, 1999). Assim a possível diminuição do investimento é superada por maiores parcelas salariais, levando ao incremento da demanda e do produto (**paradoxo dos custos kaleckiano**). Essa base analítica vem se confirmando inadequada por um conjunto de processos de longo prazo que ocorrem nos países centrais e em economias de renda média alta como o Brasil.

O teste dos limites na **Tabela 10** mostra que valor calculado de F (6.445099) é superior ao valor crítico para o limite I(0) e ao valor crítico I(1), para todos os níveis de significância, o que confirma a inferência conclusiva quanto a existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis, sendo desnecessário conhecer a sua ordem de integração.

**Tabela 10** - Teste dos limites (bound tests) – ARDL

F-statistic	6.4450993	
Critical Value Bounds		
Significance	I (0) Bound	I (1) Bound
10%	2.72	3.77
5%	3.23	4.35
2.5%	3.69	4.89
1%	4.29	5.61

Fonte: elaborado pelos autores.

Na **Tabela 11**, o coeficiente de  $EC_{t-1}$  é estatisticamente significativo, confirmando a relação de longo prazo existente entre as variáveis da função de investimento. O componente de correção de erros possui o correto sinal negativo, sendo altamente significativo, pois indica uma velocidade de ajustamento relativamente rápida, isto é, cerca de 49% dos desequilíbrios dos choques do trimestre antecedente, convergem para o equilíbrio de longo prazo no trimestre corrente.

**Tabela 11** - Modelo de Correção de Erros

Variable	D(RENTRE)	D(WS)	D(AD)	D(AD(-1))	D(AD(-2))	D(INTGDP)	D(RUC)	CointEq(-1)
Coefficient	0.949454	0.384971	1.283.378	-1.204.965	0.636366	0.904933	0.399663	-0.488231
Std. Error	0.392200	0.533673	0.354669	0.429522	0.308413	0.338863	0.215229	0.096255
t-Statistic	2.420.837	0.721361	3.618.523	-2.805.363	2.063.355	2.670.493	1.856.917	-5.072.247
Prob.	0.0176	0.4726	0.0005	0.0062	0.0421	0.0090	0.0667	0.0000

$$\text{Cointeq} = \text{KPROD} - (1.9447 * \text{RENTRE} + 0.7885 * \text{WS} + 1.7011 * \text{AD} + 1.8535 * \text{INTGDP} + 0.8186 * \text{RUC} - 556.9881)$$

Fonte: elaborado pelos autores.

**Tabela 12** - Coeficientes de longo prazo

Variable	RENTRE	WS	AD	INTGDP	RUC	C
Coefficient	1.944680	0.788500	1.701066	1.853492	0.818593	-556.988059
Std. Error	0.765162	1.093998	0.594611	0.578896	0.423960	111.998545
t-Statistic	2.541526	0.720751	2.860804	3.201768	1.930827	-4.973172
Prob.	0.0128	0.4730	0.0053	0.0019	0.0568	0.0000

Fonte: elaborado pelos autores.

Na **Tabela 12**, são apresentados os coeficientes de longo prazo que, com exceção da parte salarial (WS), são todos significativos, o que confirma o impacto positivo da demanda agregada (AD), da taxa de utilização da capacidade instalada (RUC), do lucro empresarial (RENTRE) sobre as decisões de investimento que se expressam na formação do estoque de capital. Todavia, a atividade financeira que é estatisticamente significativa a longo prazo, fica em contradição com a literatura, possuindo um sinal positivo de (INTGDP), o que também reforça o argumento do **paradoxo da finança externa**<sup>31</sup>. A diminuição do peso do endividamento conduz as empresas a reduzirem suas despesas de investimento e, portanto, os montantes de capital de empréstimo. No entanto, se todas as corporações seguem esse esquema – redução de empréstimos/ investimento - a desaceleração da acumulação de capital deprime a rentabilidade global das empresas e, portanto, a acumulação de lucros retidos. No final, o índice de alavancagem real pode crescer, movendo-se em uma direção oposta do que é desejado pelos empreendedores.

#### **4. CONSIDERAÇÕES FINAIS: a financeirização eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos detentores de capital**

*“... there is always an alternative to the ownership of real capital-assets, namely, the ownership of money and debts.”*  
(Keynes, GT, chapter 16)

Os resultados empíricos apresentados nas seções precedentes estão, de modo geral, em consonância com os argumentos teóricos desenvolvidos neste estudo. As evidências empíricas obtidas sugerem que as decisões de investimento no caso brasileiro são significativamente condicionadas pelo lucro empresarial, pela demanda efetiva, utilização da capacidade produtiva instalada e pelos impactos da financeirização via endividamento. Todavia, uma maior *wage-share* na renda agregada não exerce efeitos através do canal do investimento que possam resultar em aumentos na demanda agregada e níveis de produção de equilíbrio mais elevados. Além disso, **a distribuição de lucros entre os setores produtivos industriais e as finanças em geral, esteve em contradição com os objetivos da política econômica**. De modo ainda mais profundo, nas duas últimas décadas. Com isso, os efeitos do setor financeiro sobre o aumento da desigualdade distributiva foram ainda mais graves, expressão da vigência de um capitalismo dominado pelas finanças limitante da acumulação produtiva de capital. A lógica da valorização rentista constrange o financiamento que, por seu turno, afeta negativamente o investimento e, conseqüentemente, a demanda agregada. No Brasil, o viés da estagnação resulta, portanto, das características estruturais de um regime de crescimento subordinado aos ditames da acumulação rentista-financeira.

<sup>31</sup> A ideia subjacente é que num regime finance-led, puxado pelas finanças, não cabe um sofisma de composição, supondo que a redução das dívidas empresariais seja isenta de problemas. O que pode ser individualmente correto para as famílias, não se verifica para firmas e instituições financeiras coletivamente. Em última instância, a taxa de endividamento real pode aumentar, deslocando-se num sentido oposto ao que é pretendido pelas corporações, como foi visto na evolução da dívida corporativa brasileira depois de 2008.

A obstinada adoção de políticas neoliberais diante de uma estrutura financeirizada criou e expande um **rentismo estagnante**, prolongado por políticas econômicas díspares e uma situação de baixo crescimento "autofágico", que desestabiliza o ambiente macroeconômico e encolhe a base produtiva industrial da economia. A conjugação de paradoxos macroeconômicos combina-se nesse caso para produzir esse efeito: o paradoxo de Steindl, "os esforços de redução do endividamento empresarial podem levar a maiores índices de alavancagem" e o paradoxo de Minsky, expressão de que "o excesso de estabilidade é desestabilizador". Ambos desafiam as tentativas reiteradas de recondução da economia para trajetórias de expansão a taxas maiores e sustentáveis.

Neste contexto, torna-se fundamental a implementação de políticas voltadas para o aumento e sustentação da demanda efetiva, onde a capacidade produtiva seja restaurada para níveis de ocupação crescente da força de trabalho. Entretanto, a eficácia da política econômica dependerá fortemente de políticas financeiras destinadas, precipuamente, à recuperação do investimento em capital produtivo. Mas isso requer o estabelecimento de bases tecnológicas que favoreçam uma reinserção internacional ativa, através da recomposição de cadeias de valor que construam um ambiente econômico favorável ao crescimento e à geração de empregos.

## 5. REFERÊNCIAS

- AKYÜZ, Yılmaz et al. Debt sustainability in emerging markets: a critical appraisal. Third World Network (TWN), 2010.
- ALEXIOU, Constantinos. A Keynesian-Kaleckian model of investment determination: a panel data investigation. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 32, n. 3, p. 427-444, 2010.
- ALEXIOU, Constantinos; NELLIS, Joseph G. Investment decisions within the context of financialization: Cointegration evidence from the UK economy. *Panoeconomicus*, v. 63, n. 1, p. 113, 2016.
- ALEXIOU, Constantinos; PITELIS, Christos. On capital shortages and European unemployment: a panel data investigation. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 25, n. 4, p. 613-640, 2003.
- ANUNDSSEN, A. K., KROGH, T. S., NYMOEN, R., & VISLIE, J. Overdeterminacy and endogenous cycles: Trygve Haavelmo's business cycle model. *Metroeconomica*, 65(3), 460-486, 2014.
- ARROUS, Jean. Les theories de la croissance. *La Pensée économique contemporaine*. Ed. du Seuil, 1999.
- BAINES, T. S. et al. The servitization of manufacturing: A review of literature and reflection on future challenges. *Journal of Manufacturing Technology Management*, v. 20, n. 5, p. 547-567, 2009.
- BLUM, L. (JO, Débats parlementaires, Chambre des Députés, 1937, séance du 26 février), in MARGAIRAZ, Michel; BLOCH-LAINÉ, François. L'État, les finances et l'économie. Histoire d'une conversion 1932-1952. Volume I. Institut de la gestion publique et du développement économique, 2013.
- BOUGRINE, Hassan; ROCHON, Louis-Philippe. Financialization, crisis and economic policy. *The Financialization Response to Economic Disequilibria: European and Latin American Experiences*, p. 143, 2016.
- BRUNO, Miguel et al. Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. 2009.
- CANUTO, Otaviano; MEIRELLES, Antonio José. Ajustamento externo, financeirização dos preços e inflação. *Nova Economia*, v. 11, n. 2, 2009.
- CARVALHO, A. R. de. The persistence of indexation in Brazil post-Real. *Revista de Economia Política*, v. 34, n. 2, p. 266-283, 2014.
- CORDONNIER, Laurent. Le profit sans l'accumulation: la recette du capitalisme gouverné par la finance. *Innovations*, n. 1, p. 79-108, 2006.
- DA COSTA, Fernando Nogueira; DE DEOS, Simone Silva. *ECONÓMICA* Juro a termo e ciclo de preços de ativos. *Econômica: revista da Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense*, v. 1, n. 2, 1999.

- DE CARVALHO, Fernando J. Cardim et al. *Brazil Still in Troubled Waters*. Levy Economics Institute, 2017.
- DE PAULA, Luiz Fernando. *Regulação e Crise Financeira: Uma avaliação*. *Revista Econômica*, v. 15, n. 1, 2014.
- DUMÉNIL, Gerard; LÉVY, Dominique. *Being Keynesian in the short term and classical in the long term: The traverse to classical long-term equilibrium*. *The Manchester School*, v. 67, n. 6, p. 684-716, 1999.
- EPSTEIN, Gerald A.; JAYADEV, Arjun. *The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity*. *Financialization and the world economy*, p. 46-74, 2005.
- EPSTEIN, Gerald; YELDAN, Erinc. *Inflation targeting, employment creation and economic development: assessing the impacts and policy alternatives*. *International Review of Applied Economics*, v. 22, n. 2, p. 131-144, 2008.
- FAZZARI, Steven M.; MOTT, Tracy L. *The investment theories of Kalecki and Keynes: an empirical study of firm data, 1970–1982*. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 9, n. 2, p. 171-187, 1986.
- FIGUEIREDO, Erik Alencar de; MARQUES, André M. *Inflação inercial como um processo de longa memória: análise a partir de um modelo Arfima-Figarch*. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, v. 39, n. 2, p. 437-458, 2009.
- HALEVI, Joseph. *Kalecki's Conception of the Economic Cycle and State Intervention*. In: *Post-Keynesian Essays from Down Under Volume I: Essays on Keynes, Harrod and Kalecki*. Palgrave Macmillan UK, p. 191-208, 2016.
- KNOESTER, Anthonie. *Stagnation and the inverted Haavelmo effect: Some international evidence*. *De Economist*, v. 131, n. 4, p. 548-584, 1983.
- KNOESTER, Anthonie. *The Inverted Haavelmo Effect and the Effects of Fiscal Policies in the United States, the United Kingdom, Germany and the Netherlands*. In: *Taxation in the United States and Europe*. Palgrave Macmillan UK, 1993. p. 98-116.
- KO, Min-Chang; LEE, Sangheon. *Corporate Debt Dynamics, Capital Accumulation, and Macroeconomic Instability: A Post-Keynesian Analysis*. *Korean Economic Review*, v. 31, p. 177-197, 2015.
- KOZUL-WRIGHT, R., & RAYMENT, P. B. W. *Globalization reloaded: An UNCTAD perspective*. United Nations Conference on Trade and Development, January, 2004.
- LAVOIE, Marc. *Traverse, hysteresis, and normal rates of capacity utilization in Kaleckian models of growth and distribution*. *Review of Radical Political Economics*, v. 28, n. 4, p. 113-147, 1996.
- LEVY, Noemi. *Latin America in the new international order: new forms of economic organizations and old forms of surplus appropriation. The Financialization Response to Economic Disequilibria: European and Latin American Experiences*, p. 90, 2016.
- LICHA, A. L. *Teoria da Política Monetária*. Alta Books Editora, 2015.
- MICHL, Thomas R. *Tinbergen rules the Taylor rule*. *Eastern Economic Journal*, v. 34, n. 3, p. 293-309, 2008.
- NASSIF, André; FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane. *Structural change and economic development: is Brazil catching up or falling behind?*. *Cambridge Journal of Economics*, v. 39, n. 5, p. 1307-1332, 2015.
- NIKIFOROS, Michalis. *On the 'utilisation controversy': a theoretical and empirical discussion of the Kaleckian model of growth and distribution*. *Cambridge Journal of Economics*, v. 40, n. 2, p. 437-467, 2016.
- OREIRO, José Luís. *Crescimento e regimes de política macroeconômica: teoria e aplicação ao caso brasileiro (1999-2011)*. 8 Fórum de economia da Fundação Getúlio Vargas, 2011.
- OREIRO, José Luis; D'AGOSTINI, Luciano. *Macroeconomic policy regimes, real exchange rate overvaluation, and performance of the Brazilian economy (2003–2015)*. *Journal of Post Keynesian Economics*, p. 1-16, 2017.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. *Desenvolvimento e crise no Brasil: história, economia e política de Getúlio Vargas a Lula*. Editora 34, 2003.
- PESARAN, M. Hashem; SHIN, Yongcheol; SMITH, Richard J. *Bounds testing approaches to the analysis of level relationships*. *Journal of applied econometrics*, v. 16, n. 3, p. 289-326, 2001.



ROWTHORN, R and RAMASWAMY R. Growth trade and deindustrialization. IMF Staff Papers, 46. Washington, DC, International Monetary Fund, 1999.

SALAMA, Pierre. Argentine, Brésil, México face à la crise internationale. Revue Tiers Monde, n.197, 2009.

SALAMA, Pierre. Brasil, balanço econômico, sucessos e limites. estudos avançados, v. 24, n. 70, p. 167-183, 2010.

SHAIKH, A. M. & MOUDUD, J. K. 'Measuring Capacity Utilization in OECD Countries: A Cointegration Method', Working Paper No. 415, The Levy Economics Institute of Bard College, November, 2004.

STEINDL, J. Maturity and Stagnation in American Capitalism, Monthly Review Press, New York and London, Reprint of the 1952 ed. published by Blackwell, Oxford, 1976.

STEINDL, J. On maturity in capitalist economies. In: Problems of Economic Dynamics and Planning. Oxford, Pergamum Press: 423-432, 1966.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

VANDERMERWE, Sandra; RADA, Juan. Servitization of business: adding value by adding services. European Management Journal, v. 6, n. 4, p. 314-324, 1988.

VERCELLI, A. Keynes, Schumpeter, Marx and the structural instability of capitalism. In: Cahiers d'économie politique, n°10-11. L'hétérodoxie dans la pensée économique. Marx-Keynes-Schumpeter. pp. 279-304, 1985.

WRAY, L. Randall. Twin Deficits and Sustainability. No. 06-3. Levy Economics Institute, 2006.

## APÊNDICE:

### Variáveis utilizadas no modelo Markov-Swicing

Variável	Definição	Construção	Fonte
txacum	Taxa de acumulação	Múltiplo da proporção investida do lucro bruto médio, profit-share e razão capital produto.	IBGE e IPEADATA
txprof -	Taxa de lucro macroeconômico	Razão entre os lucros empresariais e o estoque de capital fixo produtivo	IBGE e IPEADATA
txfin	Taxa de financeirização	Razão entre o total de ativos financeiros não-monetários (AF) e o estoque total de capital fixo produtivo (K).	IBGE e IPEADATA
txu	Txu	Dados produzidos pela metodologia Shaikh Moudud (cointegração) para o Brasil	Pesquisa CNPq

### Variáveis utilizadas no modelo ARDL

Variável	Definição	Fonte
AD	Consumo das Famílias, Investimento privado e Exportações líquidas	IBGE
RENTRE	Excedente Operacional Bruto menos o Excedente Operacional do Setor Financeiro	IBGE
WS	Razão entre a compensação salarial e o PIB a preços de mercado	IBGE
INTGDP	Razão entre os saldos dos juros e dividendos enviados e recebidos do BP pelo PIB	Ipeadata
RUC	Dados produzidos pela metodologia Shaikh Moudud (cointegração) para o Brasil	Pesquisa CNPq

### Testes da Tabela 9

R-squared	0.992280	Mean dependent var	277.9560
Adjusted R-squared	0.991481	S.D. dependent var	117.5830
S.E. of regression	10.85249	Akaike info criterion	7.704048
Sum squared resid	10246.55	Schwarz criterion	7.969482
Log likelihood	-363.6463	Hannan-Quinn criter.	7.811377
F-statistic	1242.492	Durbin-Watson stat	2.065003
Prob(F-statistic)	0.000000		